

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

CINQUANTAQUATTRESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1983 – 31 MARZO 1984

BASILEA

18 giugno 1984

INDICE

	Pagina
Introduzione	1
I. Verso una crescita duratura?	3
II. La ripresa economica: origini, equilibrio e solidità	8
<i>Aspetti salienti (p. 8); la ripresa economica: domanda e produzione (p. 9): la posizione-guida degli Stati Uniti (p. 11), i segni di ripresa in Europa e in Giappone (p. 13); disoccupazione (p. 17); andamento dei prezzi e dei salari nel 1983 (p. 18); la solidità della ripresa: salari e produttività (p. 21): retribuzioni nominali (p. 21), crescita della produttività (p. 23), retribuzioni reali (p. 25); la solidità della ripresa: contrasti nelle politiche (p. 27): le differenze tra paesi nelle politiche di bilancio (p. 27), le implicazioni dei disavanzi di bilancio previsti negli Stati Uniti (p. 31).</i>	
III. Flussi settoriali e mercati finanziari	35
<i>Aspetti salienti (p. 35); variazioni nei saldi finanziari dei settori (p. 36); redditività e investimenti delle imprese (p. 39): quote dei profitti e indici di redditività (p. 40), diminuzione dei coefficienti di capitale proprio (p. 41), altri indici finanziari (p. 44), andamenti per paesi (p. 44); sviluppi sui mercati finanziari (p. 47); l'assetto e la composizione dei flussi finanziari (p. 49): il sistema bancario (p. 49), il sistema finanziario nel suo complesso (p. 51); innovazioni finanziarie (p. 54); debito pubblico (p. 54); rischio connesso alla variabilità dei tassi d'interesse (p. 56): struttura dei mercati a termine in strumenti finanziari standardizzati (p. 56), incidenza potenziale (p. 57); lo sviluppo dei contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse (p. 58): partecipazione delle banche (p. 60), ulteriore espansione (p. 61); problemi di politica economica posti dai mercati dei "futures" (p. 61): politica monetaria (p. 61), solidità dei sistemi finanziari (p. 61), efficienza complessiva dei mercati finanziari (p. 62).</i>	
IV. La politica monetaria e i tassi d'interesse	63
<i>Aspetti salienti (p. 63); evoluzione dell'offerta di moneta e delle politiche orientate al controllo degli aggregati (p. 64); le politiche imperviate sugli aggregati monetari e la ripresa economica (p. 69); l'andamento dei tassi d'interesse e le politiche monetarie orientate sul tasso di cambio (p. 74): tassi d'interesse a breve (p. 74), tassi d'interesse a lungo termine (p. 78); tassi d'interesse reali (p. 80); la combinazione delle politiche, i tassi d'interesse e il meccanismo di trasmissione (p. 81).</i>	

V. Il commercio e i pagamenti internazionali 86

Aspetti salienti (p. 86); il commercio mondiale (p. 87); gli andamenti generali delle bilance dei pagamenti (p. 89); la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti (p. 91): *partite correnti* (p. 91), *movimenti di capitali* (p. 93), *la sostenibilità della posizione esterna degli USA* (p. 96); l'andamento delle bilance dei pagamenti negli altri paesi del Gruppo dei Dieci (p. 97): *le partite correnti* (p. 97), *i movimenti di capitali* (p. 101); gli andamenti delle bilance dei pagamenti negli altri gruppi di paesi (p. 105): *paesi sviluppati esterni al Gruppo dei Dieci* (p. 105), *paesi OPEC* (p. 106), *paesi in via di sviluppo non OPEC* (p. 108), *il processo di aggiustamento nel più lungo periodo* (p. 110).

VI. I mercati internazionali del credito e dei capitali 113

Aspetti salienti (p. 113); il settore bancario internazionale: i fattori determinanti e l'evoluzione della situazione debitoria internazionale (p. 115); l'evoluzione dei principali aggregati (p. 123): *sviluppi nei singoli centri di mercato* (p. 124), *composizione strutturale delle nuove operazioni con l'estero delle banche* (p. 127), *struttura per monete dell'attività bancaria internazionale* (p. 130); fonti e impieghi dei fondi bancari internazionali (p. 131); i mercati obbligazionari internazionali (p. 136).

VII. La scena monetaria internazionale 142

Aspetti salienti (p. 142); gli andamenti dei tassi di cambio (p. 142): *le monete fluttuanti* (p. 142), *andamenti dei tassi di cambio nell'ambito dello SME* (p. 148); la produzione e il mercato dell'oro (p. 151); le riserve e la liquidità internazionale (p. 155): *tipi di attività* (p. 157), *distribuzione geografica* (p. 158), *distribuzione delle riserve in valuta* (p. 161).

VIII. L'attività della Banca 164

L'assistenza finanziaria alle banche centrali (p. 164); sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 166); operazioni del Dipartimento bancario (p. 168): *passivo (composizione delle risorse)* (p. 169), *attivo (impiego delle risorse)* (p. 172), *operazioni a termine in oro* (p. 174); ripartizione dell'utile netto (p. 174); 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. 175); la Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (p. 175); i cambiamenti nel Consiglio di amministrazione (p. 178).

Conclusioni 179

* *
*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1984.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati con un asterisco)

	Pagina
II. La ripresa economica: origini, equilibrio e solidità	
Produzione industriale*	10
Maggiori paesi industriali: dinamica del PNL a prezzi costanti e delle sue componenti	12
Variazioni del reddito, della spesa e del risparmio dei consumatori in alcuni paesi . .	14
Disoccupazione	17
Variazioni dei prezzi al consumo	19
Variazioni delle retribuzioni nominali	19
Prezzi delle materie prime e valori unitari delle importazioni*	20
Andamenti tendenziali della produttività del lavoro	24
Retribuzioni reali, produttività e disoccupazione*	26
Spesa e saldo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche	28
Disavanzi di bilancio e disoccupazione*	29
Bilancio federale USA per il 1985: previsioni e ipotesi ufficiali	32
III. Flussi settoriali e mercati finanziari	
Saldi finanziari dei settori	37
Saggi di rendimento e altri indici finanziari*	42
Fondi raccolti dai settori interni non finanziari	48
Variazioni del credito bancario e della quantità di moneta in senso lato	50
Fondi raccolti dai settori interni non finanziari per tipo di strumento o fonte di provvista	52
Quota del credito bancario interno sul credito totale	53
Volume delle negoziazioni di contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse*	59
Partecipazione delle banche commerciali al mercato dei contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse degli Stati Uniti	59
Distribuzione delle posizioni in essere per contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse negli USA; fine primo trimestre 1984	60
IV. La politica monetaria e i tassi d'interesse	
Aggregati monetari: obiettivi e andamenti*	66
Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di espansione	68
Aggregati monetari ampi, prezzi e PNL in termini reali*	71
Tassi d'interesse e velocità di circolazione degli aggregati monetari in rapporto al reddito*	72
Tassi d'interesse del mercato monetario*	75
Fattori influenti sulla creazione della base monetaria e sui tassi d'interesse a breve . .	77
Tassi d'interesse a lungo termine e struttura per scadenze	79
Tassi d'interesse reali a lungo termine	80
Disavanzi di bilancio, squilibri fra risparmio e investimento e tassi d'interesse reali*	83

V. Il commercio e i pagamenti internazionali

Volume dell'interscambio mondiale; 1981-83*	88
Saldi delle partite correnti; 1981-83	90
Stati Uniti: componenti stimate delle variazioni dei saldi commerciali; 1981-83	91
Stati Uniti: variazioni dei saldi commerciali per gruppi di paesi; 1981-83	93
Stati Uniti: bilancia dei movimenti di capitali; 1981-83	94
Stati Uniti: flussi bancari per tipo di operazione; 1982-83	95
Paesi del Gruppo dei Dieci esclusi gli Stati Uniti: flussi di capitale e variazioni nelle posizioni monetarie ufficiali nette; 1982-83	102
Paesi OPEC: finanziamento dei disavanzi delle partite correnti; 1982-83	107
Saldi delle partite correnti nei paesi in via di sviluppo non OPEC dell'America Latina e dell'Asia; 1981-83	108
Paesi in via di sviluppo non OPEC: finanziamento dei disavanzi delle partite correnti; 1981-83. Stime	109
Ipotesi di aggiustamento nel lungo periodo per i paesi in via di sviluppo non OPEC dell'America Latina*	111

VI. I mercati internazionali del credito e dei capitali

Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime): variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche ed emissioni obbligazionarie internazionali	114
"Prime rate" negli Stati Uniti, tassi interbancari sui depositi eurovalutari a tre mesi e differenziali rispetto ai tassi interni*	116
Flussi tra le banche dichiaranti alla BRI e gruppi di paesi esterni all'area dichiarante; 1978-1983. Stime	120
Fattori determinanti il fabbisogno di indebitamento e il ricorso dei PVS non OPEC al credito bancario internazionale; 1974-1983*	121
Evoluzione dell'indebitamento internazionale dei PVS non OPEC; 1973-1983*	122
Variazioni nelle attività e passività verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta estera, delle banche nei singoli paesi dichiaranti; 1980-83	125
Scomposizione dell'attività bancaria internazionale fra settore bancario e non bancario; 1980-83	128
Struttura per monete dell'attività bancaria internazionale; 1981-83	130
Distribuzione geografica dei flussi bancari internazionali; 1980-83	133
Emissioni obbligazionarie internazionali	137
Tassi d'interesse sui depositi in eurovalute e rendimenti delle obbligazioni in dollari USA sui mercati interni ed internazionali*	138
Emissioni obbligazionarie internazionali per tipo di strumenti	138

VII. La scena monetaria internazionale

Andamenti dei tassi di cambio bilaterali del dollaro USA rispetto ad alcune altre monete; 1982-84*	144
Andamenti dei tassi di cambio effettivi delle monete di alcuni paesi industriali; 1980-84*	145
Tassi di cambio a pronti nel meccanismo di tassi di cambio dello SME; 1983-84*	149
Indicatori di convergenza e divergenza all'interno dello SME; 1981-84*	150
Mercato dell'oro: fonti e impieghi. Stime	152

	Pagina
Produzione mondiale di oro. Stime	153
Prezzi di mercato dell'oro in dollari USA e in franchi svizzeri; 1981-84*	154
Variazioni nelle riserve globali; 1981-83	156
Rapporto fra riserve non auree e importazioni di beni per alcuni gruppi di paesi; 1969-1983*	159
Rapporto fra riserve non auree e indebitamento esterno verso le banche per alcuni gruppi di paesi; 1978-1983	160
La struttura degli impieghi delle riserve valutarie; 1981-83	162

VIII. *L'attività della Banca*

Totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi finanziari	169
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi cinque esercizi finanziari	169
Origine delle risorse finanziarie esterne	171
Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne	171
Composizione delle attività a vista e di altri impieghi	172
"Depositi vincolati e anticipazioni" e "Altri titoli", suddivisi in base alla vita residua	173

CINQUANTAQUATTRESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea il 18 giugno 1984

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la cinquantaquattresima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1983 e terminato il 31 marzo 1984.

Dopo il trasferimento di franchi oro 441.391 all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione", l'utile netto dell'esercizio 1983-84 ammonta a franchi oro 67.492.877 a fronte di franchi oro 65.826.173 del precedente esercizio.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 16.492.877 al pagamento di un dividendo di 145 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 20.400.000 al Fondo di riserva generale e il residuo di franchi oro 30.600.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1983-84 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1984.

I. VERSO UNA CRESCITA DURATURA?

La ripresa nei paesi industriali è stata la caratteristica dominante dell'evoluzione economica mondiale negli ultimi diciotto mesi. Un ruolo trainante è stato svolto dalla vigorosa espansione della spesa interna negli Stati Uniti, sebbene il processo sia stato anche sostenuto dal rafforzamento autonomo della domanda in altri paesi maggiori, in particolare Germania e Regno Unito. Le implicazioni della ripresa sul piano interno ed internazionale, insieme alle speranze e ai nuovi problemi cui essa dà luogo, costituiscono il filo conduttore che collega i singoli capitoli della Relazione.

Ben difficilmente può essere sopravvalutata l'importanza della ripresa. Il processo di disinflazione intrapreso nel 1980 dai principali paesi industriali era stato preceduto da due crisi petrolifere, da lunghi anni di distorsioni inflazionistiche nella gestione economica e da un periodo settennale di marcato rallentamento nel *trend* di crescita delle economie industriali, di crescente disoccupazione e, per l'effetto congiunto di tutti questi fattori, di squilibri nell'accumulazione del debito a livello interno ed internazionale. Non sorprende quindi che la disinflazione si sia accompagnata ad una severa recessione, ad un aumento ancor più rapido della disoccupazione e a manifestazioni di fragilità finanziaria nei singoli paesi e a livello internazionale, che hanno esposto il mondo al pericolo di una crisi finanziaria generalizzata. Tuttavia, grazie ad un'efficace cooperazione internazionale e ad un'accorta gestione delle politiche sul piano interno, la crisi è stata scongiurata. Parallelamente, il processo di disinflazione ha cominciato a far sentire i suoi effetti positivi sotto forma non soltanto di una forte decelerazione dei tassi d'inflazione, ma anche di un progressivo rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese nei paesi industriali. Nondimeno, nell'inverno 1982-83 è apparso chiaramente che senza una pronta e decisa ripresa economica nei paesi industriali sarebbe stato sempre più difficile contenere la crisi debitoria internazionale mediante ulteriori operazioni finanziarie di emergenza e, a maggior ragione, trovare una soluzione durevole. Fu allora, proprio sul finire del 1982, che quasi *in extremis* l'attività economica negli Stati Uniti iniziò ad espandersi.

Gli effetti positivi della ripresa statunitense sono ora chiaramente manifesti. Dal minimo della fase recessiva nel quarto trimestre 1982 al primo trimestre 1984 la domanda aggregata interna è cresciuta in termini reali del 10% circa, e l'occupazione è aumentata di oltre 5 milioni di unità. Il tasso di disoccupazione è sceso di conseguenza da un massimo del 10,7 al 7,8%. In pari tempo, il tasso di incremento su dodici mesi dei prezzi al consumo, che durante la recessione era calato da quasi il 15% del marzo 1980 a meno del 4% alla fine del 1982, rimaneva al livello relativamente basso del 4,5% nell'aprile 1984. Va ovviamente soggiunto che questo andamento particolarmente favorevole dei prezzi è stato in gran parte reso possibile dal forte aumento del valore del dollaro ponderato in base all'interscambio, rispetto al livello del 1980. Infine, sono nettamente migliorati i profitti delle imprese e i connessi indici finanziari, e si è avuta un'accelerazione, in alcuni settori alquanto pronunciata, degli investimenti fissi.

La ripresa dell'economia americana si è trasmessa al resto del mondo soprattutto attraverso la vigorosa crescita delle importazioni negli Stati Uniti (salite di oltre il 30% tra il quarto trimestre 1982 e il primo trimestre 1984), che ha svolto un ruolo sostanziale nel passaggio del commercio mondiale dalla recessione alla ripresa, fornendo altresì un utile stimolo esterno alla ripresa originata da fattori autonomi interni in altri paesi industriali maggiori, in particolare Germania, Regno Unito e Giappone. In effetti, un aspetto significativo e al tempo stesso incoraggiante è che sono stati proprio quei paesi che avevano conseguito i maggiori risultati nella lotta all'inflazione a trovarsi nelle condizioni migliori per avviare una ripresa endogena e, in una fase successiva, per trarre vantaggio dall'espansione negli Stati Uniti.

Nello stesso tempo, la ripresa statunitense ha dato altresì un contributo decisivo al buon esito dell'azione di aggiustamento intrapresa da alcuni paesi deficitari. Il saldo dell'interscambio commerciale degli Stati Uniti con il gruppo dei PVS non OPEC è passato da una modesta eccedenza di \$ 0,3 miliardi nel 1981 a un disavanzo di ben \$ 13,2 miliardi nel 1983, per quanto una parte significativa di questa variazione abbia rispecchiato una riduzione autonoma delle importazioni da parte dei PVS. Non è comunque pensabile che senza il contributo degli Stati Uniti durante questo periodo il disavanzo aggregato della bilancia commerciale dei PVS non OPEC sarebbe calato, come di fatto è avvenuto, da \$ 65 a 26 miliardi. Né sarebbe stato possibile, senza l'ausilio della ripresa indotta dagli Stati Uniti, il conseguimento, da parte di alcuni paesi deficitari dell'Europa occidentale, di un sostanziale miglioramento dei loro conti con l'estero. In sintesi, la svolta dell'attività economica negli Stati Uniti ha arrecato un inestimabile sollievo all'economia mondiale, rilanciando il commercio internazionale, facilitando il processo di aggiustamento esterno nei paesi in disavanzo, rafforzando la ripresa nel Regno Unito, in Germania e in Giappone e contribuendo a riattivare la crescita negli altri paesi industriali.

E' nel contesto di questa valutazione altamente positiva che si devono collocare le preoccupazioni espresse nei capitoli che seguono e nelle raccomandazioni di politica economica formulate nelle Conclusioni. Esse vertono sulla natura, sulle implicazioni internazionali, nonché sulla solidità e durevolezza dell'attuale ripresa negli Stati Uniti.

Uno dei motivi di preoccupazione può essere meglio compreso analizzando — retrospettivamente — le origini della ripresa statunitense e le forze che attualmente ne sono alla base. I quesiti che si pongono sono: se essa sia il risultato di una "normale" svolta ascendente del ciclo; se il processo di disinflazione abbia compiuto progressi sufficienti ad assicurare che, con il procedere della ripresa, il tasso d'inflazione non acceleri in misura superiore a quanto è più o meno inevitabile; e infine, in quale misura la ripresa sia stata stimolata artificialmente attraverso l'azione della politica economica. La risposta non può che essere composita.

Un elemento della ripresa può essere senza dubbio individuato in quei fattori che tradizionalmente concorrono al risveglio dell'attività economica: la fine della fase di decumulo delle scorte; il ciclo di rinnovamento delle automobili e degli altri beni di consumo durevoli; la ripresa dell'edilizia residenziale, in parte per effetto dei più bassi tassi d'interesse, e in parte come conseguenza di fattori demografici. Un altro elemento — la crescita dei redditi reali unitamente alla diminuzione della

propensione al risparmio delle Famiglie — può essersi prodotto per l'effetto congiunto di una forte decelerazione dei tassi correnti d'inflazione, di una probabile attenuazione delle aspettative inflazionistiche e, quindi, di un clima più favorevole alla spesa in consumi. In questo processo il contributo della politica monetaria è stato decisivo.

Fin qui, niente di eccezionale. Tuttavia, non si può ignorare la tesi assai plausibile che anche la politica di bilancio abbia esercitato un forte effetto espansivo sull'attività economica. Ciò vale non soltanto per quella componente del disavanzo di bilancio che è derivata dall'aggravarsi della recessione e dagli effetti degli stabilizzatori automatici — per quanto il precedente allargamento della base dei beneficiari dei sistemi di previdenza sociale abbia rafforzato questi effetti, accelerando la crescita tendenziale della spesa pubblica — ma anche, e soprattutto, per quella parte addizionale del disavanzo imputabile ai nuovi provvedimenti discrezionali, in particolare gli sgravi fiscali e l'incremento delle spese per la difesa. Le preoccupazioni degli operatori del mercato dei capitali circa il finanziamento della crescente componente strutturale del disavanzo di bilancio degli Stati Uniti si sono manifestate assai precocemente ed hanno quindi costituito un importante fattore tendente a mantenere i tassi d'interesse a lungo termine ad un livello eccezionalmente alto nella fase più acuta della recessione. Ciò può avere in certa misura ritardato la ripresa, ma in definitiva hanno prevalso gli effetti diretti creativi di reddito e di spesa del disavanzo pubblico, contribuendo energicamente sia al decollo sia al persistente vigore della ripresa economica. Quali che fossero gli obiettivi di medio o lungo periodo dell'Amministrazione in termini di economia dell'offerta, e quale che sia stato il successo finora conseguito nel creare nuovi incentivi agli investimenti, tale politica ha nel frattempo favorito una ripresa indotta dalla domanda secondo gli schemi più tradizionali.

Dal punto di vista della stessa economia statunitense questo tipo di ripresa implica due contrapposti pericoli. Da un lato, vi è il rischio che, sospingendo i tassi d'interesse a livelli ancor più alti di quelli attuali, essa possa creare una situazione in cui gli effetti di reddito e di spesa del disavanzo pubblico vengono sopravanzati dal rallentamento della spesa privata. In altre parole, per un effetto di "spiazzamento" finanziario, la ripresa potrebbe incepparsi, arrestandosi prematuramente. Dall'altro, vi è il pericolo contrario che un risveglio delle aspettative inflazionistiche, alimentate dal perdurare di ampi disavanzi di bilancio, possa sostenere il ritmo della ripresa per un periodo alquanto lungo, ma condurre in seguito ad una brusca e protratta depressione. Nessuna di queste prospettive può essere considerata allettante.

Parimenti preoccupanti sono le possibili implicazioni sul piano internazionale.

Innanzitutto, vi è motivo di preoccupazione circa il corso che assumerà di fatto l'economia statunitense. Un rallentamento della ripresa è auspicabile e, come si sostiene nelle Conclusioni, spetta agli altri paesi industriali attuare politiche tali da consentire che una ripresa sufficientemente vigorosa prosegua indipendentemente dagli sviluppi negli Stati Uniti. Ciò richiede soprattutto un'accentuazione delle politiche strutturali tese a promuovere la flessibilità del mercato del lavoro e il dinamismo degli investimenti interni, sebbene per loro natura queste politiche siano destinate a produrre risultati solo gradualmente nel tempo.

Comunque vi è già stato un buon inizio, come testimonia il fatto che nel Regno Unito e in Germania, ad esempio, la ripresa si è avviata indipendentemente da quella degli Stati Uniti. Tuttavia, date le dimensioni dell'economia statunitense, né il Giappone né l'Europa occidentale possono sperare di schermarsi totalmente dagli effetti di un prematuro esaurirsi della ripresa americana, e ancor meno da una grave depressione negli Stati Uniti, associata a perturbazioni finanziarie. I benefici che la ripresa statunitense sta arrecando al resto del mondo potrebbero essere vanificati altrettanto rapidamente da una recessione in quel paese.

Un'altra fonte di preoccupazione, più immediata rispetto alla prima, è l'influenza che l'attuale combinazione delle politiche negli Stati Uniti esercita, per il tramite dei tassi d'interesse, sull'evoluzione dei tassi di cambio. Vi sono molte ragioni che spiegano l'attuale elevato valore del dollaro in rapporto alle monete europee e allo yen. Alcune sono da ricondurre al vigore della ripresa americana ed al connesso elevato saggio di rendimento degli investimenti; altre si ricollegano a considerazioni di sicurezza. D'altra parte, normalmente ci si aspetterebbe che un ampio e crescente disavanzo strutturale di bilancio, accompagnato dall'aggravamento di un deficit delle partite correnti di proporzioni già rilevanti, influisca sfavorevolmente sul tasso di cambio. E' probabile che con il passare del tempo il giudizio degli operatori economici circa la consistenza e l'importanza di questi fattori sia divenuto più discorde e più mutevole. Non sorprende quindi che le *variazioni* nei differenziali dei tassi d'interesse nominali o reali non si siano ripercosse in modo coerente ed univoco sugli andamenti dei tassi di cambio negli ultimi anni. Tuttavia, si può ragionevolmente ritenere che quanto meno i rapporti di cambio dollaro-marco e dollaro-yen sarebbero diversi da quelli che sono in assenza di persistenti ampi differenziali dei tassi d'interesse a favore del dollaro.

Gli attuali livelli dei tassi di cambio reali, per la loro incidenza sulla competitività dei settori produttivi statunitensi esposti alla concorrenza internazionale, comportano l'evidente pericolo di un acuirsi delle pressioni protezionistiche negli Stati Uniti. Nello stesso tempo, pur rafforzando la competitività di altri paesi, essi hanno limitato in certa misura i vantaggi in termini di disinflazione che il resto del mondo industrializzato avrebbe potuto trarre dal calo, indotto dalla recessione, nei prezzi in dollari del petrolio e di altri prodotti primari. Inoltre, in presenza di una nuova ascesa dei prezzi delle materie prime, il perdurare di un elevato tasso di cambio del dollaro potrebbe facilmente indurre alcuni paesi industriali ad adottare politiche antinflazionistiche che altrimenti non sarebbero state giustificate o necessarie. Ma l'aspetto più importante è che l'attuale configurazione dei tassi di cambio è chiaramente incompatibile con un assetto sostenibile nel lungo periodo delle bilance dei pagamenti correnti (o, visto da un'angolazione opposta, dei movimenti di capitali). Lo straordinario ritmo con cui si è deteriorata la posizione creditoria netta degli Stati Uniti ha sensibilmente accresciuto il rischio di future perturbazioni finanziarie provenienti dai mercati dei cambi. Invero, le crescenti incertezze che circondano il dollaro hanno già provocato una marcata instabilità dei tassi di cambio nel breve periodo, e potrebbero condurre con il passare del tempo a turbolenze ancor più forti. In sintesi, se è innegabile che il disavanzo dei pagamenti correnti degli Stati Uniti ha avuto effetti benefici sull'economia mondiale, è altresì vero che anche le cose di per sé buone, se in eccesso, possono divenire dannose. Una ripresa squilibrata negli Stati Uniti comporta inevitabilmente una ripresa squilibrata negli altri paesi.

Infine, è importante rilevare che l'alto livello dei tassi d'interesse del dollaro ha mantenuto elevato, e più di recente ha avuto la tendenza ad aumentare, l'onere per interessi gravante sui paesi indebitati verso l'estero. Per circa i due terzi l'indebitamento complessivo con l'estero dei PVS non OPEC (che alla fine del 1983 ammontava all'equivalente di \$ 560 miliardi) è denominato in dollari, e più della metà di esso reca tassi d'interesse fluttuanti. Vi è l'effettivo pericolo, specie per quei paesi il cui debito esterno è un multiplo dei loro introiti annui da esportazioni, che i vantaggi derivati dalle maggiori esportazioni o dal contenimento delle importazioni possano essere annullati dall'onere addizionale in conto interessi. Date le attuali dimensioni dei mercati finanziari internazionali e la predominanza del dollaro come strumento finanziario internazionale, l'impatto dei tassi d'interesse statunitensi a livello mondiale è molto maggiore di quanto implicherebbe la dimensione relativa dell'economia degli Stati Uniti.

La Relazione di due anni orsono esprime una certa preoccupazione circa "l'angusto sentiero" che stava di fronte ai responsabili della politica economica in un mondo impegnato nel processo di disinflazione: il proseguimento delle politiche antinflazionistiche era necessario, ma vi era chiaramente il pericolo di una recessione cumulativa. Lo scorso anno la Relazione manifestava la speranza che, con i successi conseguiti nella lotta all'inflazione e con l'avvio della fase espansiva, potessero essere alleviate alcune delle conseguenze penose della disinflazione. Quest'anno, non vi è dubbio che la ripresa è ben affermata ed ha già prodotto effetti benefici; ci si può pertanto permettere di concentrare gli sforzi sull'obiettivo di assicurare una ripresa equilibrata e durevole.

II. LA RIPRESA ECONOMICA: ORIGINI, EQUILIBRIO E SOLIDITA'

Aspetti salienti

Agli inizi del 1983 la ripresa economica ha preso avvio vigorosamente nell'America del Nord e verso la fine dello stesso anno essa si era trasmessa, sebbene con intensità diversa, alla maggior parte degli altri paesi industriali. La posizione-guida è stata assunta dagli Stati Uniti, dove la produzione, misurata sul quarto trimestre, è aumentata di oltre il 6% nel corso dell'anno. Al polo opposto, alcuni paesi, costretti a proseguire l'azione di aggiustamento, hanno registrato una crescita modesta o nulla sino alla fine dello scorso anno. Ciò nonostante, per i paesi del Gruppo dei Dieci nel complesso, l'aumento del prodotto ha probabilmente raggiunto o superato una media del 4% tra il quarto trimestre 1982 e il quarto trimestre 1983.*

Questo andamento ha segnato chiaramente la fine del prolungato periodo di recessione seguito al secondo rincaro del petrolio. Esso ha indotto la speranza, in alcuni casi realizzatasi, di un certo regresso della disoccupazione dai livelli senza precedenti cui era pervenuta, ed ha anche creato uno dei più importanti presupposti per un'attenuazione della crisi debitoria internazionale.

Le origini della ripresa paiono essere duplici e di natura in parte contrastante. Da un lato, la politica fiscale degli Stati Uniti — rielaborata maggiormente in funzione di obiettivi di "economia dell'offerta" di medio periodo — ha fornito nel frattempo un forte impulso alla domanda. Nel resto del mondo questo stimolo sulla domanda è stato rafforzato dagli effetti di competitività derivanti dal forte apprezzamento del dollaro iniziato nel 1980.

D'altro lato, lo scorso anno si sono avvertiti più chiaramente i benefici lungamente attesi del processo di disinflazione. A metà anno, allorché si cominciavano a risentire gli effetti della caduta di prezzo del petrolio, il tasso medio di aumento dei prezzi al consumo era sceso ad un minimo relativo del 4%. Con un'espansione monetaria, in termini nominali, a livelli abbastanza sostenuti, la spesa reale ha cominciato a crescere sia negli Stati Uniti, sia altrove. Nell'accelerazione globale della crescita della domanda la spesa per consumi ha svolto un ruolo importante. Questa espansione è stata rafforzata in varia misura dalla diminuita propensione al risparmio delle famiglie, dovuta sia alla ridotta esigenza di compensare l'erosione del risparmio provocata dall'inflazione, sia all'effetto dei decrescenti tassi d'interesse sulla ricchezza e sulla spesa.

Al di fuori degli Stati Uniti è proseguita in molti paesi la compressione della spesa pubblica, nel quadro di una politica strutturale a medio termine intesa a ridurre, o limitare, le dimensioni del settore pubblico e, quindi, l'ampiezza dei disavanzi esistenti. Attraverso la sua influenza sui tassi d'interesse il crescente deficit strutturale di bilancio negli Stati Uniti può aver contribuito, se non altro, a

* Nell'aprile 1984, in seguito alla decisione di partecipare a tutti gli effetti agli Accordi Generali di Prestito del FMI, la Svizzera è diventata membro di pieno diritto del Gruppo dei Dieci.

intensificare l'impegno dei paesi europei nel proseguire una politica di restrizione della spesa pubblica, consentendo al tempo stesso che alcuni dei meccanismi automatici di ripresa, insiti nella disinflazione, imprimevano un'accelerazione alla crescita della produzione. Un aspetto ancor più importante è che le moderate pressioni salariali, unitamente agli effetti a breve termine sulla produttività derivanti dalla più rapida crescita della produzione, hanno contribuito dal lato dei costi unitari a rafforzare il generale rallentamento dell'inflazione.

Sebbene questa inconsueta combinazione di circostanze lo scorso anno abbia prodotto risultati positivi a breve termine, essa ha altresì sollevato in prospettiva due quesiti importanti e interdipendenti. Anzitutto, com'è possibile mantenere lo slancio del processo disinflazionistico in presenza di una nuova espansione della domanda? E, in secondo luogo, il contrasto tra le prospettive a medio termine degli Stati Uniti e quelle del resto del mondo potrebbe comportare il rischio di squilibri tali da compromettere la solidità della ripresa?

Per quanto concerne il primo quesito, il fattore più importante pare essere la dinamica salariale. Sulla base dei dati grezzi è difficile giudicare se in questo ambito il processo di disinflazione abbia prodotto cambiamenti duraturi, anche se alcuni paesi, come il Giappone e la Germania, hanno dato prova di una notevole moderazione salariale per un periodo di tempo apprezzabilmente lungo. Nondimeno, in considerazione del fatto che gli incrementi di produttività non sono particolarmente forti considerata l'attuale fase del ciclo, una costante azione di contenimento degli incrementi salariali nominali dovrà essere il più importante strumento per mantenere sotto controllo i costi unitari.

Un'ulteriore minaccia per la ripresa mondiale proviene dall'orientamento della politica fiscale statunitense, divenuto manifestamente inadeguato nella situazione attuale. Per gli stessi Stati Uniti, l'esigenza di una tempestiva e sostanziale riduzione del disavanzo strutturale del bilancio federale è stata messa in evidenza dall'imprevisto ritmo con cui questa economia sta procedendo verso il pieno impiego. Se tale situazione non verrà corretta, appare pressoché inevitabile un persistente conflitto tra la domanda di credito del settore privato e quella del settore pubblico, con le conseguenti spinte al rialzo sui tassi d'interesse. Un'altra minaccia allo sviluppo equilibrato può derivare da un ulteriore ampliamento del disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti, che sfoci in un'instabilità ancora maggiore dei tassi di cambio.

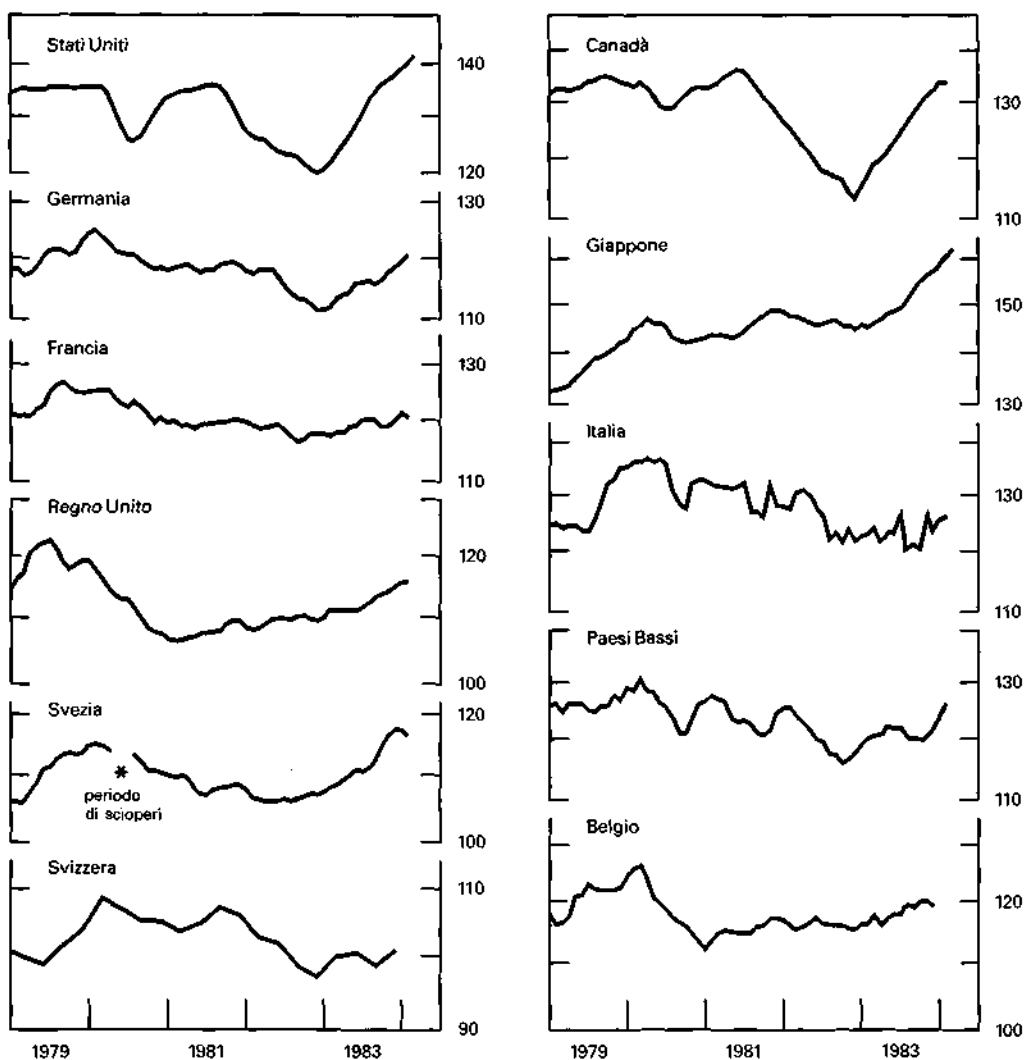
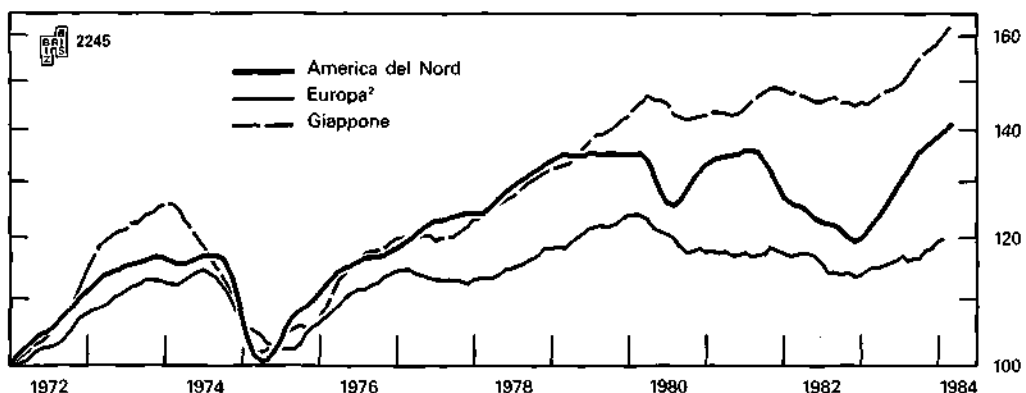
La ripresa economica: domanda e produzione

Lo scorso anno nei paesi del Gruppo dei Dieci il PNL reale è aumentato del 2,5% circa. Tuttavia, un'indicazione più precisa dell'entità del miglioramento è probabilmente fornita dall'aumento del prodotto tra il quarto trimestre 1982 e il quarto trimestre 1983, che verosimilmente dovrebbe superare in media il 4%.

Questo risultato medio rappresenta il più alto tasso aggregato di crescita dalla ripresa del 1975-76 che ha fatto seguito alla recessione derivata dalla prima crisi petrolifera. In quell'occasione — caratterizzata da una maggiore sincronia fra la ripresa in Europa e quella in altre aree geografiche — l'aumento del prodotto fu alquanto più rapido nel primo anno di ripresa, ossia del 5,5% circa nei dodici mesi terminati con il secondo trimestre del 1976. Più rilevante è il fatto che nel

Produzione industriale¹

Dicembre 1971 = 100



¹ Medie mobili di tre mesi; gli indici per l'America del Nord e per l'Europa sono calcolati impiegando medie ponderate sulla base del PNL del 1982. ² Comprende Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera e Regno Unito.

ciclo piú recente l'intero processo di transizione dalla recessione alla ripresa si è protratto molto piú a lungo che nove anni fa. In termini di produzione industriale (cfr. il grafico a pagina 10), benché il passaggio alla recessione dopo il 1979 non sia stato in media molto brusco, i paesi del Gruppo dei Dieci sono stati in grado di ripristinare i livelli di quasi quattro anni prima solo alla fine dello scorso anno.

La posizione-guida degli Stati Uniti. Gli Stati Uniti hanno chiaramente guidato il processo di ripresa mondiale. La crescita della produzione, pari al 6,75% annuo nel periodo di quindici mesi a partire dal punto di svolta inferiore, è stata solo leggermente minore di quella registrata di norma in analoghe fasi di cicli precedenti. D'altra parte, l'effetto della ripresa statunitense sul resto del mondo è stato superiore al consueto, in buona parte a causa della perdita di competitività degli Stati Uniti derivante dall'apprezzamento del dollaro a partire dal 1980.

A prima vista potrebbe sembrare che lo stimolo implicito nel crescente disavanzo del bilancio federale sia stato il piú importante fattore alla base della ripresa dell'economia. Tuttavia, un esame piú approfondito fa ritenere che questo fattore, sebbene importante e fors'anche prevalente, non ha probabilmente agito da solo. In ogni caso, come si è già analizzato in modo piú dettagliato nella Relazione Annuale dello scorso anno, l'orientamento della politica di bilancio è stato importante anche per un altro aspetto: si è creata cioè l'aspettativa che gli eccezionali disavanzi si sarebbero protratti ben al di là del consueto periodo di stimolo anticiclico. A sua volta, in presenza di una politica monetaria tesa ad una graduale disinflazione, ciò pare aver indotto anticipatamente un periodo di tassi d'interesse assai elevati. Tenuto conto che l'intera gamma dei previsti sgravi fiscali è stata introdotta gradualmente negli anni 1981-83, l'effetto iniziale di questa combinazione di politiche potrebbe essere stato senz'altro quello di accentuare la recessione.

Nell'estate del 1982, in presenza di un rapido calo dell'inflazione, le autorità della Riserva federale iniziarono una fase di allentamento dei tassi d'interesse, proseguita fino al 1983 inoltrato. Peraltro, quando nell'ultima parte del 1982 prese finalmente avvio la ripresa, i tassi d'interesse erano ancora relativamente elevati, specie in termini reali, ma ciò non si è rivelato un ostacolo alla nuova fase espansiva. In effetti, nel corso dei successivi quattro trimestri, la spesa reale in investimenti delle imprese è aumentata di quasi il 13%, cioè alquanto piú rapidamente che in cicli precedenti. Il piú favorevole trattamento fiscale degli investimenti fissi ha indubbiamente svolto un ruolo importante a questo riguardo. Va tuttavia anche osservato che gli alti tassi d'interesse non si sono dimostrati, almeno fino all'epoca piú recente, un fattore frenante sugli investimenti nell'edilizia residenziale, aumentati di quasi il 40% sia tra il quarto trimestre 1982 e il quarto trimestre 1983, sia nel complesso dell'anno.

Al tempo stesso, gli elevati tassi d'interesse reali sono stati un fattore importante, sebbene non l'unico, del rialzo del dollaro. E la conseguente perdita di competitività è stata quasi certamente una causa essenziale dello straordinario deterioramento nel saldo dell'interscambio commerciale con l'estero. Le importazioni degli Stati Uniti sono fortemente aumentate, soprattutto nella seconda metà dello scorso anno, e in termini di volume nel quarto trimestre esse superavano del 21,5% il livello di dodici mesi prima. Questo incremento è pressoché doppio rispetto a quello registrato di norma in fasi analoghe del ciclo. Al tempo stesso le

esportazioni, anche se hanno mostrato un certo miglioramento a partire dalla fine del 1983 (allorché si era conclusa la fase piú acuta del processo di contenimento delle importazioni dei PVS maggiormente indebitati), hanno nuovamente segnato un forte calo nell'insieme dell'anno.

Nonostante questo notevole deflusso di domanda attraverso il canale del saldo con l'estero, la sostenutezza della domanda globale è stata tale da fornire un

**Maggiori paesi industriali:
dinamica del PNL a prezzi costanti e delle sue componenti¹**

Paesi	Anni	PNL a prezzi costanti	Consumi		Investimenti fissi lordi			Esportazioni	Importazioni	Variazioni delle scorte ²
			privati	pubblici	privati	escluse abitazioni	abitazioni				pubblici
variazioni percentuali annue a prezzi costanti										
Stati Uniti	1980	- 0,3	0,5	2,2 ³	- 2,4	-20,3		8,8	- 0,2	- 0,8
	1981	2,6	2,7	0,8 ³	5,2	- 5,2		0,4	7,3	0,9
	1982	- 1,9	1,4	1,8 ³	- 4,7	-15,3		- 7,8	1,4	- 1,2
	1983	3,3	4,2	0,5 ³	1,4	39,4		- 5,8	7,2	0,5
	1983 IV	6,2	5,4	- 2,4 ³	12,6	37,4		3,0	21,4	2,1
Giappone	1980	4,8	1,3	2,9	8,1	- 9,2	- 3,6	18,8	- 4,0	- 0,1
	1981	4,1	0,7	5,2	5,6	- 2,5	4,3	15,9	5,5	- 0,1
	1982	3,3	4,2	2,3	3,6	- 0,8	- 0,8	3,5	2,5	- 0,1
	1983	3,0	3,3	2,4	2,0	- 4,7	- 0,6	4,8	- 4,7	- 0,6
	1983 IV	3,6	2,3	2,8	4,0	- 8,0	- 2,9	12,2	3,7	0,0
Germania	1980	1,9	1,4	2,6	3,5	3,3	1,8	5,6	3,9	- 0,6
	1981	- 0,3	- 1,2	1,5	- 2,8	- 4,5	- 8,7	8,7	1,3	- 1,2
	1982	- 1,1	- 2,2	- 1,0	- 4,4	- 4,2	- 9,3	3,7	0,8	0,3
	1983	1,3	1,0	- 0,2	4,8	4,7	- 8,3	- 0,9	0,8	0,7
	1983 IV	2,9	1,5	1,3		5,1 ⁴		2,7	7,3	1,9
Francia	1980	1,1	1,5	1,8	5,3	- 4,1	0,9	2,4	7,2	0,4
	1981	0,2	2,0	2,2	- 0,7	- 0,9	- 1,7	5,3	1,6	- 2,0
	1982	2,0	3,5	2,5	0,6	- 7,4	5,5	- 2,2	6,3	1,6
	1983	1,0	1,0	1,8	- 1,8	- 2,4	2,1	3,6	- 0,9	- 0,9
	1983 IV	0,7	0,7	1,3	1,3	- 3,2	- 3,8	4,2	0,8	- 0,7
Regno Unito ⁵ . . .	1980	- 2,6	- 0,5	1,5	- 3,0	-10,3	- 7,6	- 0,1	- 4,1	- 2,5
	1981	- 1,4	0,2	- 0,3	- 4,7	-17,4	-15,0	- 2,0	- 3,4	0,3
	1982	1,9	1,3	1,4	9,2	6,1	0,1	1,2	3,8	0,7
	1983	3,0	3,9	3,2	- 1,3	21,9	13,2	0,8	5,0	0,7
	1983 IV	3,2	3,1	2,9	- 0,7	20,1	12,1	3,9	10,8	1,7
Italia	1980	3,9	4,3	2,1		9,4 ⁴		- 4,3	8,3	2,1
	1981	0,2	0,5	3,3		0,6 ⁴		5,2	- 5,3	- 3,1
	1982	- 0,4	0,5	2,4		- 5,3 ⁴		0,8	2,1	0,0
	1983	- 1,2	- 0,5	2,8		- 5,3 ⁴		3,8	0,8	- 1,2
	1983 IV	1,2	0,4	0,4		- 2,1 ⁴		11,1	7,1	0,0
Canada	1980	1,0	1,0	0,8	7,4	- 5,7	0,9	1,9	- 2,0	- 1,9
	1981	3,4	1,9	0,5	7,6	5,1	2,3	2,8	3,8	1,0
	1982	- 4,4	- 2,1	0,5	-11,2	-23,1	3,3	- 1,6	-11,3	- 2,8
	1983	3,0	3,0	0,3	-12,2	27,5	2,9	6,5	8,7	2,4
	1983 IV	7,5	4,5	1,8	- 8,3	15,9	3,6	21,8	21,4	4,4
Totale Gruppo dei Dieci ⁶ . . .	1980	1,1	1,0	2,2		- 1,3 ⁴		5,6	1,3	- 0,5
	1981	1,8	1,4	1,4		0,8 ⁴		4,8	1,6	- 0,1
	1982	- 0,4	1,3	1,4		- 3,4 ⁴		- 0,3	1,5	- 0,4
	1983	2,5	2,9	1,1		3,1 ⁴		1,0	2,2	0,2
	1983 IV ⁷	4,5	3,7	- 0,4		7,7 ⁴		6,7	11,2	1,5

¹ Le cifre relative al 1983 e al quarto trimestre 1983 sono ancora provvisorie. ² In percentuale sul PNL dell'anno precedente. ³ Comprende gli investimenti pubblici. ⁴ Totale investimenti fissi. ⁵ I dati relativi al PNL indicano le variazioni delle stime medie. ⁶ Medie ponderate sulla base dei PNL e dei tassi di cambio del 1982. ⁷ Solo i sette paesi maggiori.

consistente impulso netto alla produzione. Ad esempio, tra il quarto trimestre 1982 e il quarto trimestre 1983, l'inversione di tendenza nella formazione delle scorte si è commisurata al 2% del PNL. Tuttavia, sia per l'intero anno sia tra quarto trimestre e quarto trimestre, è stata la spesa per consumi ad impartire la maggiore accelerazione alla domanda interna.

E' a questo riguardo che l'influsso esercitato dal crescente disavanzo di bilancio - e in particolare dagli sgravi fiscali - può essere individuato con maggior chiarezza. Tuttavia, anche in questo caso, come indica la tabella di pagina 14, altri fattori paiono essere stati in atto. Poiché gli esborsi per imposte personali sono aumentati molto più lentamente del reddito totale delle Famiglie, nel 1982 e soprattutto nel 1983, il reddito personale *disponibile* si è accresciuto più rapidamente del reddito reale al lordo delle imposte. Anche la quota di risparmio era diminuita sensibilmente nel 1982, probabilmente di riflesso al netto calo dell'inflazione. Ciò impartì un primo impulso alla spesa per consumi, al di là di quello risultante dal nuovo programma fiscale. Va altresì notato che lo scorso anno la scomposizione delle variazioni delle componenti prezzo-quantità dei redditi dei consumatori ha tratto beneficio dall'effetto sui prezzi esercitato dal crescente tasso di cambio del dollaro e dal minor costo del petrolio. In base ad una stima, l'apprezzamento del dollaro avrebbe ridotto il tasso di aumento dei prezzi al consumo di circa l'1,5% all'anno nel periodo 1981-83. Lo scorso anno anche l'aumento alquanto più rapido della produttività può aver contribuito a contenere gli incrementi dei prezzi, elevando così il reddito reale dei consumatori.

In sintesi, gli effetti diretti del disavanzo di bilancio spiegano solo in parte la ripresa dell'economia statunitense nel 1983. Questa conclusione sembra trovare ulteriore conferma nel fatto che - come mostra la tabella di pagina 12 - la spesa pubblica diretta in beni e servizi è stata finora assai contenuta, nonostante il programma di espansione delle spese militari. Quest'ultimo, almeno per il momento, potrebbe tuttavia essersi riflesso in certa misura in un accrescimento delle scorte. Inoltre, le cifre registrate per i consumi pubblici rispecchiano gli eccezionali esborsi per i provvedimenti di sostegno all'agricoltura durante l'inverno 1982-83.

Per quanto riguarda il resto del mondo, gli effetti diretti a breve termine della ripresa americana sulla domanda sono stati maggiori che in precedenti occasioni analoghe. D'altra parte, gli effetti indiretti - in particolare quelli derivanti dagli alti tassi d'interesse e dalla connessa esigenza di un cauto orientamento della politica monetaria di fronte alla debolezza del tasso di cambio - hanno agito in senso contrario. Inoltre, dato che agli inizi di quest'anno i tassi d'interesse americani hanno ripreso a salire, gli effetti collaterali negativi esercitati dalla politica statunitense stanno rapidamente prendendo il sopravvento.

I segni di ripresa in Europa e in Giappone. In linea generale si può affermare che lo scorso anno nei paesi al di fuori degli Stati Uniti vi è stato un effetto positivo netto in termini di domanda attraverso il saldo con l'estero; il contrario vale per l'economia americana. Gli elementi di contrasto non si limitano tuttavia a questo aspetto. Infatti, mentre negli Stati Uniti il problema del contenimento del deficit di bilancio è diventato sempre più preoccupante, in generale negli altri paesi si è continuato a contrastare sia i disavanzi del settore pubblico, sia la tendenza di quest'ultimo a dilatarsi incessantemente.

Per di più, il progressivo manifestarsi della ripresa in molti altri paesi non pare essere dovuto semplicemente al fatto che l'impulso esterno netto proveniente dagli Stati Uniti è stato maggiore dei tradizionali effetti a breve termine sulla domanda esercitati da un ulteriore inasprimento della politica di bilancio interna. Al contrario, la necessità di affrontare i problemi strutturali di bilancio e di perseverare nella disinflazione va considerata come l'indispensabile presupposto di una sana ripresa. In effetti, lo scorso anno vi sono state indicazioni che alla ripresa hanno contribuito fattori autonomi di propulsione. Nel Regno Unito questi fattori sono stati prevalenti ed hanno chiaramente preceduto la ripresa statunitense.

Un aspetto di ciò può essere individuato nella maggiore quota degli incrementi in volume sulle variazioni della domanda in termini nominali. Un altro aspetto è rilevabile nell'andamento del risparmio delle Famiglie. Il calo della propensione al risparmio è stato particolarmente forte in Canada e nel Regno Unito. In quest'ultimo paese il calo era già osservabile nel 1981 e nel 1982: la quota di risparmio è andata calando sensibilmente per tre anni, passando da un massimo del 14,5% nel 1980 all'8,5% circa lo scorso anno.

Non paiono esservi molti dubbi che almeno parte della flessione nelle quote di risparmio è attribuibile di per sé al regresso dell'inflazione. Probabilmente vi è stato un meccanismo per lo meno duplice: anzitutto, un tasso decrescente d'inflazione implica un rallentamento nella perdita di valore reale di talune attività finanziarie; secondariamente, la connessa flessione dei tassi d'interesse nominali ha comportato plusvalenze in conto capitale per i detentori di obbligazioni; inoltre, lo scorso anno i mercati azionari sono stati in generale assai sostenuti, contribuendo ad accrescere i guadagni complessivi in conto capitale conseguiti dai detentori di

Variazioni del reddito, della spesa e del risparmio dei consumatori in alcuni paesi

Paesi	Anni	Variazione in termini nominali del reddito lordo	Variazione in termini nominali del reddito disponibile	Variazione del deflatore della spesa per consumi	Variazione in termini reali del reddito disponibile	Variazione della propensione al risparmio ¹	Variazione in termini reali della spesa per consumi
		quarto trimestre su quarto trimestre, in per cento o in punti percentuali					
Stati Uniti	1981	11,1	11,1	7,5	3,4	1,5	1,7
	1982	4,6	5,1	4,9	0,2	- 2,1	2,5
	1983	7,7	8,8	3,4	5,2	0,0	5,4
Giappone ²	1981	7,3	6,0	4,8	1,1	0,5	0,7
	1982	5,2	4,6	2,8	1,8	- 2,0	4,2
	1983	5,7	4,6	1,5	3,1	- 0,5	3,3
Germania	1981	5,1 ³	6,3	6,6	- 0,3	0,9	- 1,4
	1982	3,3 ³	1,0	4,8	- 3,6	- 1,1	- 2,5
	1983	5,3 ³	3,5	2,5	1,0	- 0,5	1,5
Francia	1981	17,7	17,4	13,1	3,6	1,0	2,5
	1982	11,5	10,8	8,7	1,9	- 0,8	3,3
	1983	9,2	9,8	9,6	0,2	- 0,2	0,7
Regno Unito	1981	8,2	7,3	11,2	- 3,5	- 3,7	0,7
	1982	7,7	7,2	6,8	0,4	- 2,6	3,4
	1983	7,8	8,1	4,9	3,1	- 0,1	3,1
Canada	1981	17,4	16,5 ⁴	11,1	4,9	3,3	0,1
	1982	6,4	7,2 ⁴	10,2	- 2,7	- 0,5	- 1,3
	1983	6,6	5,6 ⁴	4,6	1,0	- 2,0	4,5

¹ In punti percentuali.

² Medie annue.

³ Reddito netto dei fattori.

⁴ Compresi gli esborsi netti per interessi.

ricchezza finanziaria. Questi guadagni sono stati probabilmente connessi, almeno in parte, all'andamento stesso del mercato obbligazionario e forse anche ad un più generale miglioramento del clima di fiducia associato al continuo regresso dell'inflazione. La fiducia dei consumatori può essere stata altresì rafforzata dalle più favorevoli prospettive di occupazione, almeno in alcuni paesi.

Il profilo ora delineato della ripresa al di fuori degli Stati Uniti, come effetto combinato di uno stimolo esterno e di forze automatiche interne (in parte provenienti dalla disinflazione) rappresenta ovviamente soltanto un quadro generalizzato. Notevoli differenze si possono infatti osservare tra le esperienze dei singoli paesi.

Ad esempio, la posizione netta sull'estero ha svolto un ruolo quantitativamente diverso a seconda sia della quota di esportazioni dirette verso gli Stati Uniti e i mercati concorrenziali, sia della specifica evoluzione del tasso di cambio e della competitività. Così, la crescita complessiva delle esportazioni giapponesi, per le quali gli Stati Uniti sono un importante mercato di sbocco, si è notevolmente accelerata nella seconda metà dello scorso anno, e nell'ultimo trimestre il loro volume superava di oltre il 12% il livello di un anno prima. Per la stessa ragione sono aumentate anche le esportazioni canadesi, in questo caso in misura ancor più pronunciata, ossia di quasi il 22%. Tuttavia, per effetto della forte ripresa della domanda interna, specie per investimenti in scorte, le importazioni sono aumentate altrettanto rapidamente. Similmente, in paesi quali Francia, Svezia, Spagna e Belgio, ove negli ultimi tempi la moneta si è deprezzata in misura superiore alla media, è l'effetto congiunto di una crescita delle esportazioni e di un contenimento delle importazioni che ha considerevolmente contribuito all'aumento del PNL. Per esempio, lo scorso anno il volume delle esportazioni svedesi è aumentato di ben l'11,5% e quello delle importazioni solo dell'1,5%; in Belgio la variazione nel saldo reale con l'estero è stata di quasi il 3% del PNL, soprattutto in virtù dell'andamento decrescente delle importazioni. Nei Paesi Bassi gli effetti in termini di competitività della moderata dinamica salariale hanno contribuito ad un risultato qualitativamente analogo. Per contro, in Germania, Svizzera e Austria questo fattore ha fornito un impulso netto negativo, almeno se si considera l'anno nel suo insieme. E' vero che in questi paesi la crescita delle esportazioni si è notevolmente accelerata in corso d'anno, ma nel caso della Germania un piccolo *boom* nella costituzione di scorte pare aver indotto una progressiva crescita delle importazioni nel corso dell'anno.

E' altresì variato notevolmente da paese a paese il grado d'intensità delle forze automatiche interne manifestatesi attraverso la propensione alla spesa dei consumatori. Si è già osservato il caso eccezionale del Regno Unito, anche se non è chiaro in che misura la diminuzione della quota di risparmio sia dovuta ad un ulteriore regresso dell'inflazione oppure all'abolizione di tutti i controlli sul credito al consumo nel 1982. In ogni caso, lo scorso anno la dinamica della domanda è stata dominata dalla spesa per consumi. Così pure in Germania, lo sblocco di determinati depositi a risparmio congelati ha probabilmente esercitato lo scorso anno un influsso autonomo sulla quota di risparmio.

All'estremo opposto, in diversi altri paesi europei dove l'inflazione è rimasta relativamente alta — ad esempio Italia, Svezia, Belgio e Spagna — il sostegno alla domanda fornito dalla spesa per consumi è stato modesto o nullo.

Lo scorso anno vi sono state inoltre differenze tra i vari paesi al di fuori degli Stati Uniti per quanto concerne l'adattamento a breve termine della politica di bilancio, anche se in una prospettiva di più lungo periodo la tendenza generale è rimasta essenzialmente quella di una restrizione della spesa. In effetti, diversi paesi per i quali un tale orientamento era estremamente auspicabile, hanno intrapreso lo scorso anno l'azione finora più decisa nel senso di una maggiore disciplina di bilancio. Tuttavia, per alcuni paesi maggiori il 1983 ha segnato un temporaneo rallentamento del progresso verso un risanamento della finanza pubblica. L'intensità della recessione sembra essere stato il principale motivo alla base dell'allentamento della politica di contenimento della spesa. Ciò è osservabile con una certa chiarezza nel caso del Canada ove la contrazione dell'attività economica era stata particolarmente grave. Anche in Giappone sono stati decisi modesti sgravi fiscali e provvedimenti di spesa, ma pur sempre nel contesto di un certo calo complessivo del disavanzo dell'amministrazione pubblica in rapporto al PNL. Un'evoluzione analoga si è avuta in Germania dove si è fatto ancora una volta ricorso al dispositivo consistente in un aumento dichiaratamente temporaneo degli incentivi fiscali agli investimenti. Come è rilevabile dalla tabella di pagina 12, ciò può aver contribuito, unitamente alle iniziative più generali volte a migliorare la redditività, ad incoraggiare la spesa in investimenti delle imprese, che lo scorso anno ha di fatto segnato una notevole ripresa.

Nel Regno Unito, nell'ultima parte del 1982 e agli inizi del 1983, l'indebitamento del settore pubblico ha temporaneamente superato gli obiettivi prefissati. Per l'intero 1983 la spesa pubblica per consumi diretti è aumentata del 3,25%, mentre gli investimenti del settore pubblico si sono accresciuti di ben il 13%. Limitati tentativi di sostenere la domanda — anche se spesso in un contesto poco propizio — sono stati effettuati in Svezia, Austria, Grecia e Norvegia (più di recente, per quanto riguarda l'Austria, si è ritenuto opportuno il ritorno ad un orientamento restrittivo nella spesa pubblica).

In Italia e in Francia, per contro, si è reso necessario mantenere un certo grado di restrizione, nonostante un ulteriore aumento della disoccupazione. Fra i paesi minori, notevoli cambiamenti in senso restrittivo si sono avuti negli ultimi due anni in Belgio, Irlanda, Danimarca e Spagna.

Infine, le variazioni nella domanda di importazioni nei paesi in via di sviluppo hanno avuto ancora una volta un'incidenza leggermente negativa sulla domanda aggregata per l'insieme dei paesi industriali. Per il secondo anno consecutivo il volume delle importazioni di merci da parte dei paesi in via di sviluppo è calato del 2,5-3%. Lo scorso anno la causa principale è stata la riduzione delle importazioni dei paesi OPEC conseguente alla caduta dei prezzi del petrolio in marzo, mentre nel 1982 era stato l'aggiustamento imposto ai PVS non appartenenti all'OPEC dalla crisi debitoria. Tuttavia, nonostante una certa risalita dei prezzi dei prodotti primari non petroliferi, lo scorso anno la caduta dei prezzi del petrolio (cfr. pagina 20) è stata tale da consentire ai paesi industriali un miglioramento delle ragioni di scambio alquanto più grande di quello conseguito nel 1982. Di conseguenza, non vi è dubbio che il rallentamento nella dinamica dei prezzi complessivi all'importazione ha contribuito in certa misura ad accrescere il reddito reale delle Famiglie. Concorrendo a ridurre l'inflazione a livello generale, esso ha altresì ampliato i margini consentiti alla crescita reale entro i limiti finanziari posti dai diversi orientamenti di politica economica adottati nel mondo industrializzato.

L'effetto netto di tutti questi fattori è probabilmente osservabile nel modo più chiaro nel grafico sulla produzione industriale di pagina 10. Da esso risulta evidente che, sebbene la ripresa sia stata guidata dall'America del Nord, vi sono stati altri paesi, come Germania, Svezia e Svizzera, in cui questa ha avuto inizio quasi simultaneamente. Per di più, il ritmo più moderato da essa assunto in alcuni paesi potrebbe essere indizio di una sua solidità nel più lungo periodo. In Giappone la ripresa si è consolidata nella seconda metà dell'anno, periodo in cui anche il Regno Unito ha mostrato una modesta accelerazione del lento processo di superamento della severa recessione. Più di recente, la ripresa pare essersi trasmessa al Belgio e ai Paesi Bassi, nonché alla Norvegia. Sulla base degli indicatori di tendenza, vi sono altresì segni che un certo recupero dell'attività economica potrebbe essere iniziato ora in altre economie europee minori, e forse in Italia.

Disoccupazione

Il contrasto fra l'andamento economico negli Stati Uniti e nel resto del mondo durante lo scorso anno appare ancora più netto se si considera il mercato del lavoro. Infatti, non soltanto gli Stati Uniti sono stati l'unico paese in cui si sia registrata una marcata ripresa persino in termini di un forte calo della disoccupazione, ma questo calo appare considerevole anche se raffrontato alle precedenti esperienze degli Stati Uniti. Fra il dicembre 1982 e il dicembre 1983 negli Stati Uniti la disoccupazione rilevata ha subito un calo dal 10,7 all'8,2%, equivalente a quasi 2,75 milioni di unità. Al marzo di quest'anno essa era scesa ulteriormente al 7,8% delle forze di lavoro. Ciò rappresenta di gran lunga la più rapida contrazione ciclica della disoccupazione dal punto di svolta congiunturale seguito alla recessione del 1949. E' vero che in parte questo calo appare attribuibile a fattori demografici che influiscono sulla crescita delle forze di lavoro. Tuttavia la causa prevalente è costituita dall'aumento del 4% dell'occupazione civile nel corso dell'anno. Poiché durante questo periodo la produzione complessiva è aumentata leggermente meno di quanto è di regola osservabile nel primo anno di ripresa ciclica, ne consegue che

Disoccupazione

Paesi	1974	1976	1979	1981	1982	1983	1984 marzo
	medie annue in percentuale delle forze di lavoro						
Stati Uniti	5,6	7,7	5,9	7,6	9,7	9,6	7,8
Canada	5,3	7,1	7,4	7,5	11,1	11,9	11,4
Giappone	1,4	2,0	2,1	2,2	2,4	2,7	2,7
Germania	2,7	4,6	3,8	5,6	7,7	9,2	9,0
Francia	2,3	4,3	6,0	7,8	8,8	9,0	9,9
Regno Unito ¹	2,4	4,9	5,4	10,0	11,7	12,4	12,6
Italia	5,4	6,7	7,7	8,5	9,1	9,9	9,9 ²
Paesi Bassi ³	3,3	5,5	5,1	9,0	12,6	17,1	18,0
Svezia	2,0	1,6	2,1	2,5	3,1	3,5	3,2
Belgio	2,6	5,7	7,1	9,4	10,9	12,2	12,3
Svizzera	0,0	0,7	0,3	0,2	0,4	0,9	1,1
Totale paesi del Gruppo dei Dieci	3,8	5,5	5,0	6,6	8,1	8,5	7,9

¹ Nuova serie dall'ottobre 1979.

² Prima settimana del gennaio 1984.

³ Nuova serie dal gennaio 1983.

l'incremento di produttività dell'economia nel suo insieme è stato relativamente moderato.

La parte del calo della disoccupazione che costituisce la contropartita aritmetica della lenta crescita della produttività è spesso attribuita ad un maggior grado di flessibilità dei salari reali negli Stati Uniti rispetto ad altri paesi, e soprattutto a quelli europei. Non è peraltro del tutto chiaro se negli Stati Uniti la flessibilità dei salari reali si sia effettivamente accresciuta nel corso degli ultimi anni. Ad ogni modo, il calo complessivo della disoccupazione registrato lo scorso anno negli Stati Uniti è palesemente dovuto anche al vigore della ripresa.

Nonostante la marcata differenza rispetto agli Stati Uniti, anche negli altri paesi, e in particolare in Europa, vi è stato nel 1983 un certo cambiamento nell'evoluzione tendenziale dell'occupazione. Quanto meno, pare che la disoccupazione abbia mediamente cessato di crescere nel secondo trimestre e sia rimasta da allora più o meno stabile, anche se al livello assai elevato del 10,5% circa. In Germania si è manifestata dalla metà dell'anno un'indubbia, anche se piuttosto lenta tendenza decrescente, e in Belgio si è palesato un certo movimento calante qualche tempo dopo. Nel Regno Unito, invece, l'arresto nella crescita della disoccupazione prodottosi agli inizi dell'anno non è riuscito ad evolversi in un calo degno di rilievo. In Francia la disoccupazione si è ulteriormente dilatata, sebbene ad un ritmo assai contenuto, mentre nei Paesi Bassi, benché vi sia stata una flessione del *trend* ascendente, la disoccupazione ha continuato a crescere ben oltre i precedenti massimi postbellici.

In molti paesi europei il problema della disoccupazione è acuito da fattori demografici che tendono ad ampliare le forze di lavoro. Anche i tassi di partecipazione stanno tuttora mediamente aumentando in Europa. Se a questi fattori si sommano quelli di una più lenta e tardiva ripresa e di una crescita della produttività più elevata nel lungo periodo (forse in parte a causa di livelli eccessivi dei salari reali) non sorprende che il problema della disoccupazione si ponga nei paesi europei in termini assai diversi rispetto agli Stati Uniti.

Andamento dei prezzi e dei salari nel 1983

Durante il primo semestre 1983 diversi fattori favorevoli hanno concorso a far proseguire la dinamica discendente dell'inflazione nei paesi del Gruppo dei Dieci. Il tasso d'incremento medio dei prezzi al consumo su dodici mesi era sceso dal 5,5% circa alla fine del 1982 al 4% circa alla metà del 1983. Nonostante l'avvio della ripresa economica, anche alla fine dell'anno il tasso medio d'inflazione restava leggermente al disotto del livello di un anno prima.

Il primo fra i fattori alla base di questo positivo andamento è stato senza dubbio il diffuso e risoluto perseguimento di politiche disinflazionistiche nel corso dei tre anni precedenti. La sua più importante manifestazione è data dall'ulteriore moderazione nell'aumento dei salari nominali. Ad esempio, negli Stati Uniti gli incrementi delle retribuzioni nominali sono stati i più bassi registrati dalla metà degli anni sessanta. Analogamente, in paesi come Giappone, Germania, Paesi Bassi e Belgio i salari nominali hanno fatto registrare di recente la progressione più contenuta degli ultimi quindici-venti anni.

Variazioni dei prezzi al consumo

Paesi	Variazioni nei dodici mesi terminanti nel							
	1976 dic.	1979 dic.	1980 dic.	1981 dic.	1982 dic.	1983		1984
	in percentuale							
Stati Uniti	4,8	13,3	12,4	8,9	3,9	2,6	3,8	4,7
Giappone	10,4	5,7	7,5	4,3	1,8	2,0	1,8	2,5
Germania	3,7	5,4	5,5	6,3	4,6	2,4	2,6	3,2
Paesi Bassi	8,5	4,8	6,7	7,2	4,3	2,5	3,0	3,9
Belgio	7,6	5,1	7,6	8,1	8,1	7,3	7,2	7,1
Svizzera	1,3	5,2	4,4	6,6	5,5	2,8	2,1	3,4
Regno Unito	15,1	17,2	15,1	12,0	5,4	3,7	5,3	5,2
Italia	21,8	19,9	21,1	17,9	16,3	16,0	12,8	12,0
Svezia	9,5	9,8	14,1	9,2	9,6	8,8	9,2	9,0
Francia	9,9	11,8	13,7	13,9	9,7	8,8	9,3	8,6
Canada	5,9	9,8	11,2	12,1	9,3	5,6	4,5	4,7
Media ponderata dei paesi del Gruppo dei Dieci*	7,7	11,3	11,4	9,1	5,2	4,0	4,5	5,0

* Pesì proporzionali al PNL per l'anno 1982.

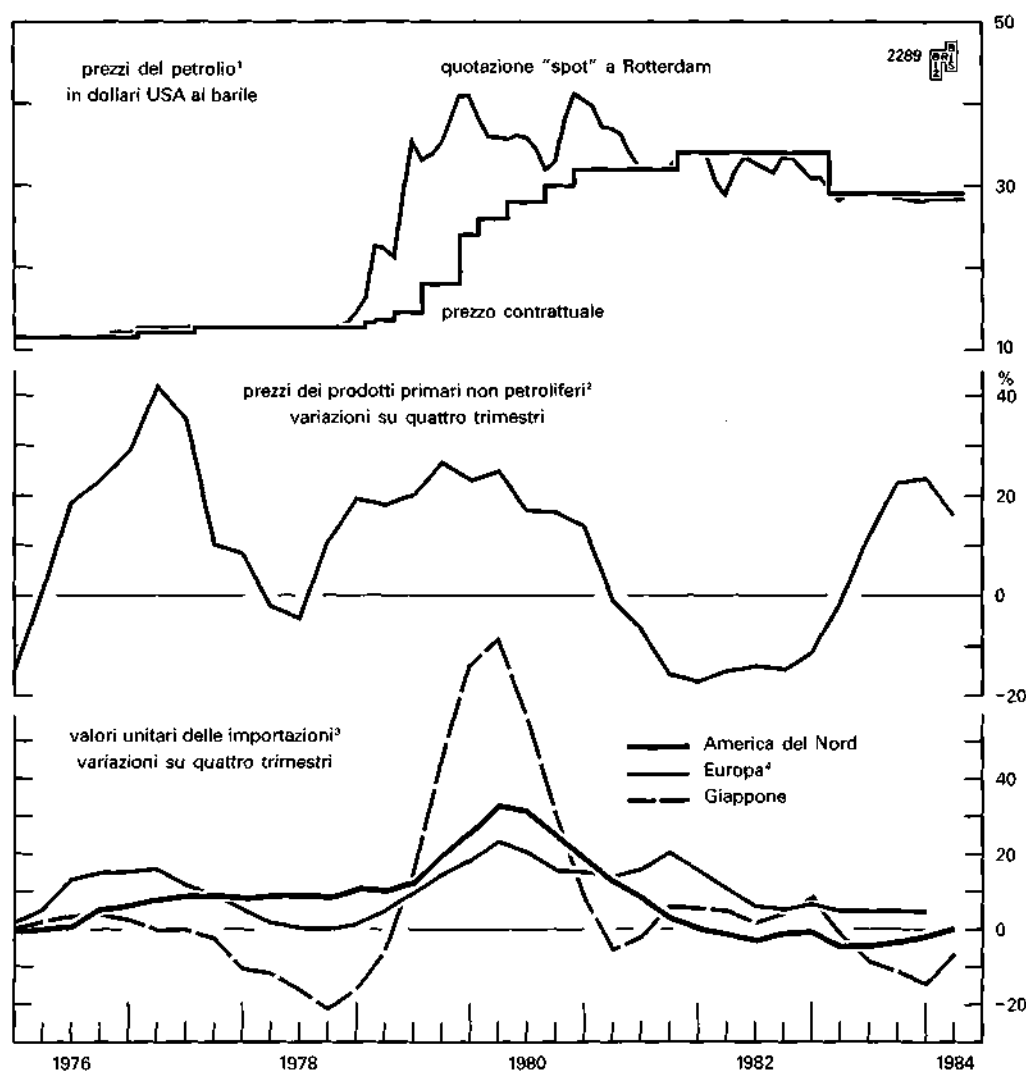
Laddove si è associato ad un certo aumento della produttività, normale nella fase iniziale di ripresa del ciclo economico, questo andamento contenuto delle retribuzioni nominali ha comportato un'evoluzione particolarmente favorevole in termini di costi unitari del lavoro. In alcuni paesi il costo unitario del lavoro dell'industria manifatturiera ha di fatto registrato una flessione su base media annua, o quanto meno ad un certo punto nel corso dell'anno. Fra questi paesi figurano Stati Uniti, Giappone, Germania, Belgio, Paesi Bassi, Svezia e Austria. In Canada il costo unitario del lavoro ha praticamente arrestato la sua ascesa e nel Regno Unito, benché gli aumenti retributivi nominali non abbiano subito un'ulteriore decelerazione, il salutare incremento della produttività è proseguito pur nel contesto di una ripresa relativamente lenta.

Variazioni delle retribuzioni nominali

Paesi	Medie annue 1965-72	dicembre su dicembre				
		1979	1980	1981	1982	1983
	in percentuale					
Stati Uniti	6,0	8,0	8,8	7,3	5,0	4,3
Giappone	13,3	5,6	5,3	5,5	4,9	3,6
Germania	8,3	4,8	7,5	5,1	3,9	3,1
Francia	9,6	13,8	15,4	16,4	12,6	9,8
Regno Unito	8,6	19,6	19,2	10,2	7,9	8,0
Italia	8,7	21,3	21,1	21,2	15,2	13,1
Canada	7,6	9,3	11,7	12,7	9,1	4,9
Belgio	9,7	8,4	10,2	10,3	4,5	4,0
Paesi Bassi	9,7	4,3	4,1	4,4	6,6	0,9
Svezia	9,6	8,4	11,9	6,8	6,9	7,8
Svizzera	6,3	3,1	6,4	6,1	5,7	3,1

Senza dubbio questa moderazione nella dinamica dei costi salariali ha in molti paesi consentito alle imprese di soddisfare la pressante necessità di un ampliamento dei margini di profitto. Ciò nonostante, fra i fattori che hanno contribuito all'ulteriore riduzione dell'inflazione possono essere annoverati, quanto meno per la prima parte dell'anno, l'andamento favorevole dei corsi dei prodotti alimentari e il calo del prezzo del petrolio. Come mostra il grafico che segue, benché per una parte del 1983 i prezzi delle materie prime non petrolifere abbiano ripreso a salire alquanto rapidamente, nel complesso gli incrementi dei costi all'importazione subiti dai paesi industriali sono stati per lo più modesti. Invero, soprattutto a causa della sostenutezza del dollaro, nel 1983 i prezzi all'importazione sono addirittura calati nell'America del Nord; lo stesso vale per il Giappone e – in minor misura – per la Germania, l'Austria e la Svizzera. All'estremità opposta, i paesi la cui moneta ha

Prezzi delle materie prime e valori unitari delle importazioni



¹ "Light crude" dell'Arabia Saudita. ² Indice dell'"Economist" espresso in dollari USA. ³ Gli indici per l'America del Nord e per l'Europa sono ponderati in base al PNL del 1982. ⁴ Comprende Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera e Regno Unito.

avuto un deprezzamento rispetto al dollaro USA superiore alla media, come ad esempio Francia, Belgio, Spagna, e specialmente Grecia e Svezia, hanno subito ulteriori pressioni esogene dal lato dei costi, nonostante la flessione del prezzo del petrolio.

Un'importante questione è chiaramente in quale misura l'andamento di breve periodo generalmente favorevole dei prezzi e dei costi, ora descritto, sia indicativo di un progresso sostanziale a più lungo termine nella lotta contro l'inflazione. Ci si può chiedere se gli accadimenti dello scorso anno rispecchino semplicemente una combinazione fortuita con scarse probabilità di perdurare nel tempo; o in altri termini se alcuni o tutti i fattori — ad esempio l'ulteriore decelerazione della dinamica dei salari nominali nel 1983 — siano soltanto di natura transitoria.

La solidità della ripresa: salari e produttività

E' pressoché indubbio che, fra tutti i problemi che potrebbero sorgere, il mancato consolidamento dei progressi sinora conseguiti nella lotta all'inflazione è quello che porrebbe la più grave minaccia al proseguimento e alla diffusione della ripresa economica. Certo, non è da escludere che il problema dell'inflazione possa ripresentarsi in conseguenza di errori di politica economica. L'aspetto di politica macroeconomica verrà tuttavia considerato separatamente in seguito. Per ora è opportuno mantenersi nel quadro del processo di disinflazione iniziato più di tre anni orsono. L'obiettivo principale di quel processo — dimostratosi assai doloroso nel breve periodo — era di realizzare una duratura correzione del comportamento inflazionistico. Si confidava che a sua volta una tale evoluzione sarebbe stata accompagnata da una più rapida crescita della produttività, da una dinamica più contenuta dei salari reali e da un corrispondente miglioramento della redditività. Ciò in vista di stimolare e quindi di sostenere una crescita economica più durevole e più sana. Nelle pagine che seguono saranno trattati successivamente gli andamenti delle retribuzioni nominali, della produttività e dei salari reali.

Retribuzioni nominali. E' in primo luogo sul mercato del lavoro che andrebbero ricercati i segni di una modificazione duratura di comportamento, sia di natura volontaria, sia proveniente da una qualche forma di direttiva impartita dalle autorità. Comunque ciò avvenga, è ragionevole supporre che quanto più è lungo il periodo durante il quale si registra una moderazione nella dinamica salariale, tanto più garantito potrà essere in futuro questo comportamento. In questo senso un gruppo di paesi si distingue alquanto chiaramente nella tabella di pagina 19: Giappone, Germania, Paesi Bassi e Svizzera. In Giappone l'inflazione dei salari fu ridotta alquanto rapidamente subito dopo la forte impennata inflazionistica del primo shock petrolifero e non ha mostrato alcuna nuova accelerazione, neppure temporanea, in corrispondenza del secondo shock. L'esperienza della Germania è altrettanto notevole. Infatti, nonostante una modesta accelerazione della dinamica salariale durante la seconda crisi petrolifera, la tendenza della progressione delle retribuzioni nominali appare attualmente in media decisamente calante a partire dall'esplosione salariale del 1969, nonostante i due forti shock esterni.

Per questi due paesi e per la Svizzera si può parimenti osservare che in nessun caso la disoccupazione è stata particolarmente elevata. Invero, in Giappone e in Svizzera sono stati ottenuti moderati incrementi salariali nel contesto di bassi saggi

di disoccupazione; anche in Germania la disoccupazione, benché grave, non è stata sensibilmente al disopra della media. Lo stesso non può dirsi per i Paesi Bassi, dove la disoccupazione raggiunge il livello più alto fra i paesi del Gruppo dei Dieci. A differenza di quanto avvenuto negli altri tre paesi, nei Paesi Bassi vi è anche stato un maggior intervento diretto da parte del governo nel processo di formazione dei prezzi e dei salari. Sono stati in atto sistemi di controllo dei prezzi e si è esercitata una forte pressione sulle retribuzioni del settore pubblico. Peraltro, grazie all'accordo concluso nel novembre 1982 fra la confederazione sindacale e gli imprenditori del settore industriale, lo scorso anno il governo ha potuto ridurre il proprio intervento diretto nel contenimento degli incrementi retributivi del settore privato.

Passando a considerare gli Stati Uniti, paese che pare costituire un caso piuttosto a sé, la tabella non sembra indicare a prima vista alcuno sviluppo inconsueto. Gli incrementi salariali nominali su base annua sono stati assai meno instabili che altrove, in quanto presentano una tendenza gradualmente crescente dalla metà degli anni sessanta alla fine degli anni settanta e, dopo aver raggiunto un massimo nel 1980, essi sono costantemente diminuiti sino a scendere sotto il 5% lo scorso anno. Questa relativa stabilità rispecchia tra l'altro la prassi in uso negli Stati Uniti di stipulare accordi salariali pluriennali e, di conseguenza, l'eccezionale grado di flessibilità delle retribuzioni reali in presenza di shock dei prezzi di origine esterna e di altra natura.

Il rallentamento della progressione dei salari negli Stati Uniti è inoltre avvenuto nel contesto di una profonda recessione e di un andamento dei prezzi al consumo influenzato favorevolmente — anche se temporaneamente — dall'apprezzamento del dollaro a partire dal 1980. D'altra parte, si tratta di un calo rispetto ad una precedente tendenza al rialzo relativamente stabile durante un lungo periodo di crescente inflazione. In questo raffronto, i risultati ottenuti negli Stati Uniti appaiono notevoli, soprattutto se si considera che nel 1983 anche in termini assoluti gli incrementi salariali erano scesi ad un livello molto basso. L'ulteriore flessione dello scorso anno è stata conseguita pur in presenza di una forte ripresa dell'attività economica e senza interferenze da parte del governo nel processo di contrattazione salariale. Infine, vi sono stati casi episodici, almeno per qualche tempo, di un'eccezionale moderazione salariale, con esempi di vere e proprie riduzioni e di annullamento di aumenti già concordati.

In sintesi, si può affermare che — sulla base di queste osservazioni, escludenti ovviamente l'indirizzo prospettico della politica economica — gli Stati Uniti sono entrati a far parte, seppure tardivamente, del gruppo di paesi con bassa inflazione dei salari, di cui si è trattato poc'anzi. Ciò parrebbe rendere ancor più essenziale che la politica economica non compia alcun passo che metta a repentaglio questo progresso nella lotta all'inflazione.

Per alcuni altri paesi maggiori, il quadro si presenta più composito. I buoni risultati conseguiti lo scorso anno dal Canada sono giunti soltanto dopo la grave recessione economica del 1982 e in seguito a notevoli pressioni sulle retribuzioni del settore pubblico. Il caso del Regno Unito è più difficile da caratterizzare. L'indirizzo di politica economica è stato risolutamente antinflazionistico, e ciò senza l'ausilio di alcun provvedimento di politica dei redditi. Al tempo stesso gli incrementi salariali sono scesi a livelli non riscontrati in precedenza, se non

all'indomani dell'episodio di politica dei redditi del 1966-67, e l'incremento della produttività è stato rimarchevole, tenuto conto del ritmo di crescita della produzione. Per contro, lo scorso anno non si sono manifestati ulteriori progressi in termini di profitti, il che è forse particolarmente deludente in quanto la disoccupazione non ha assunto una ferma tendenza discendente.

Le esperienze della Francia e dell'Italia sono in parte spiegabili con il fatto che in questi paesi il processo disinflazionistico è iniziato alquanto più tardi rispetto a gran parte degli altri paesi maggiori. Benché lo scorso anno la progressione dei salari abbia subito una forte decelerazione, essa è chiaramente rimasta ad un livello troppo elevato per essere compatibile con un accettabile tasso d'inflazione. In Italia, nondimeno, il governo ha intrapreso un tentativo piuttosto risoluto per pervenire ad ulteriori modifiche del meccanismo della "scala mobile". In Francia, fra i provvedimenti di politica economica adottati in corso d'anno vanno annoverati i controlli sui prezzi, l'abolizione dell'indicizzazione salariale e la fissazione di parametri-guida per il contenimento degli incrementi salariali nel settore sia pubblico che privato sebbene questi ultimi non siano stati del tutto assenti. In entrambi i paesi, tuttavia, questi sviluppi vanno visti in un contesto di perdurante recessione.

In Belgio, a gravi difficoltà economiche di carattere generale si è accompagnato un certo successo dei vari tentativi del governo di attuare misure di controllo dei prezzi e dei redditi, sia su base volontaria sia, in ultima istanza, attraverso provvedimenti normativi. Analogamente, in Danimarca l'imposizione di un congelamento temporaneo dei salari e dei margini di profitto agli inizi del 1983 è riuscita a ridurre gli incrementi delle retribuzioni ad un livello senza precedenti dal 1965. Tuttavia, anche in questo caso, il risultato è stato raggiunto soltanto in un contesto di crisi e di ulteriore dilatazione della disoccupazione. Anche la Svezia ha dovuto far fronte ad una difficile situazione nel tentativo di comprimere la dinamica salariale in presenza di una persistente inflazione dei prezzi e di un aumento eccezionalmente forte dei profitti derivanti in parte dalla svalutazione della corona svedese. Nell'aprile di quest'anno il governo ha deciso di introdurre un blocco dei prezzi come presupposto di una nuova azione di contenimento del costo del lavoro.

Crescita della produttività. Il problema del costo del lavoro non si riduce, almeno in teoria, a quello dei salari nominali. Per un dato tasso di incremento delle retribuzioni nominali la variazione del costo del lavoro sarà ovviamente in funzione inversa dell'aumento della produzione per addetto. E' ben vero che il margine di manovra per contenere su questo versante gli incrementi del costo unitario potrebbe essere alquanto limitato. Nondimeno, poiché in molti paesi i responsabili della politica economica sono in misura crescente alla ricerca di strumenti per stimolare l'economia dal lato dell'offerta, può essere interessante esaminare il recente andamento della produttività.

Come mostra la tabella della pagina seguente, nel periodo che inizia con il primo shock petrolifero la tendenza generale della crescita della produttività presenta ovunque una flessione rispetto ai valori precedenti. In Europa il tasso tendenziale annuo di crescita della produttività dell'intera economia è mediamente sceso da quasi il 4,5% fra il 1960 e il 1973 a meno del 2% nel periodo 1974-82. Nell'America del Nord, durante lo stesso periodo la crescita della produttività si è

Andamenti tendenziali della produttività del lavoro

Paesi	1960-73	1974-82	1978	1979	1980	1981	1982	1983 ¹	Per memoria:	
									1976	Precedenti due periodi di ripresa ²
										Media
variazioni medie annue del prodotto interno lordo reale per occupato, in percentuale										
Stati Uniti	2,1	0,0	0,4	-0,4	-0,7	1,5	-1,0	2,0	1,6	2,3
Canada	2,7	0,2	0,6	-0,8	-1,7	0,8	-1,2	2,3	3,6	4,1
Giappone	8,4	3,0	3,8	3,8	3,8	3,2	2,1	1,3	4,4	10,0
Germania	4,3	2,2	2,8	2,6	0,9	0,5	0,7	3,0	6,3	5,2
Francia	4,9	2,3	3,5	3,4	1,0	1,1	2,0	1,6	4,5	5,3
Regno Unito ³	2,6	1,1	2,5	1,7	-2,5	1,5	3,1	3,3	2,6	4,2
Italia	5,7	1,3	1,6	3,8	3,1	-0,2	0,0	-1,3	5,1	6,0
Belgio	4,2	2,2	3,0	0,8	2,7	1,0	2,0	1,5	6,5	5,2
Paesi Bassi ⁴	4,1	1,3	1,5	0,7	-1,4	0,5	0,9	2,8	5,1	5,6
Svezia	3,5	0,4	0,9	2,7	0,7	-0,4	0,6	2,3	2,7 ⁵	4,0
Svizzera	3,1	0,9	-0,2	1,7	2,7	0,2	-0,6	1,0	1,9	3,8
Danimarca	3,1	1,7	1,2	-0,8	-0,3	2,8	2,9	1,8	4,0	5,3

¹ Stime provvisorie. ² Valori basati su dati annuali, considerando gli anni seguenti come periodi di ripresa: 1968 e 1971 per Stati Uniti e Canada; 1969 e 1972 per Giappone, Germania, Francia, Italia, Belgio e Danimarca; 1968 e 1973 per Regno Unito e Paesi Bassi; 1970 e 1973 per Svezia e Svizzera. ³ Valori basati sui dati della produzione. ⁴ Sulla base di stime del numero degli occupati. ⁵ 1979.

Fonti: Historical Statistics dell'OCSE e dati nazionali per quanto concerne l'occupazione e la produzione complessiva.

praticamente arrestata, mentre in Giappone il precedente tasso di incremento si è ridotto di quasi due terzi.

Questa sfavorevole evoluzione ha senza dubbio contribuito a ravvivare le preoccupazioni circa il lato dell'offerta dell'economia. D'altra parte, l'avvio della ripresa lo scorso anno ha offerto a diversi paesi, per la prima volta dal 1976, l'opportunità di osservare l'andamento della produttività in una fase ascendente del ciclo, solitamente accompagnata da incrementi di produttività superiori alla media, grazie all'impiego più intensivo della forza di lavoro occupata.

Di fatto, lo scorso anno l'andamento della produttività non pare essere stato particolarmente spettacolare. Negli Stati Uniti - paese per il quale il fenomeno è già stato rilevato in precedenza trattando della disoccupazione - la produttività dell'economia è complessivamente aumentata del 2% per l'intero anno e di poco più del 2,5% nel corso dell'anno misurato sul quarto trimestre. Quest'ultima cifra è forse più significativa, in quanto il ritmo della crescita economica - leggermente superiore al 6% in termini di PNL - è andato crescendo nel corso del periodo in esame. Pertanto, lo scorso anno la crescita della produttività è stata nettamente inferiore a quella registrata nell'anno iniziale della ripresa dopo il primo shock petrolifero (4%) e solo marginalmente superiore alla media del periodo 1960-73. Per il Canada il raffronto storico è quanto meno leggermente più sfavorevole.

Per gli altri paesi tali raffronti diretti dell'andamento a breve termine non consentono conclusioni altrettanto chiare, dato che la ripresa è stata più lenta, ha tardato a manifestarsi oppure, in alcuni casi, non è ancora iniziata. Comunque, in

Germania e in Giappone, dove si sono avute indicazioni di un notevole recupero della produzione, la crescita della produttività – rispettivamente del 3 e dell'1,25% nel 1983 – è stata inferiore ai valori comparabili del passato, specie per il Giappone.

Solo nel Regno Unito pare evidente un netto miglioramento della dinamica della produttività in atto ormai da due-tre anni. Nonostante un tasso di aumento della produzione relativamente modesto, dal 1981 la produttività dell'intera economia è aumentata di oltre il 3% all'anno. Pur tenendo conto dell'"abbuono" in termini di produzione e di produttività dovuto al costante aumento dell'estrazione di petrolio dal Mare del Nord, questo andamento implica un ritorno ai livelli qualitativi raggiunti prima delle crisi petrolifere, se non addirittura un loro superamento. Per nessun altro paese industriale è possibile fare un'affermazione analoga. La gravità delle precedenti tensioni finanziarie nel settore delle imprese pare aver indotto un processo di razionalizzazione eccezionalmente intenso, presumibilmente sotto forma di cambiamenti nell'organizzazione del lavoro e di sostituzione degli impianti.

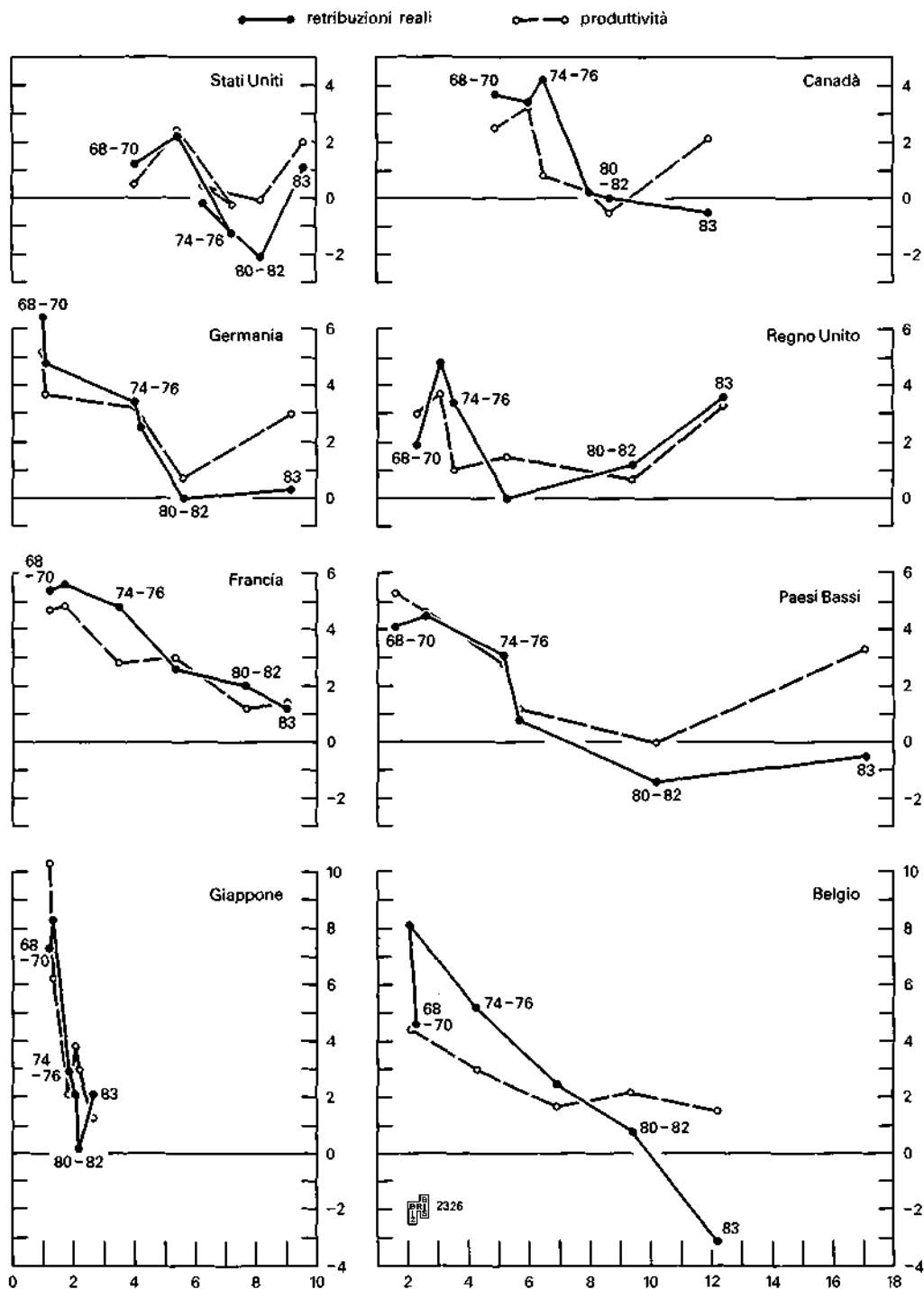
Negli altri paesi, tuttavia, lo scorso anno il miglioramento della produttività è stato generalmente modesto. Una certa accelerazione, sebbene alquanto contenuta, si è avuta nei Paesi Bassi. In Italia e in Francia la perdurante recessione ha ovviamente influito sulle cifre. Nel caso dell'Italia, dopo la stasi del 1981 e 1982, lo scorso anno la produttività ha subito una diminuzione, facendo registrare il risultato peggiore (se si esclude il 1975) da almeno la metà degli anni sessanta.

In sintesi, questo esame degli sviluppi recenti della produttività indica che per mantenere sotto controllo l'inflazione durante la ripresa sarà necessaria una dinamica delle retribuzioni nominali molto moderata. E' vero che diversi paesi non sono pervenuti ad un'accelerazione apprezzabile della produzione e potrebbero aver quindi un "abbuono" di produttività ancora da usufruire. Tuttavia, quanto si può constatare nei paesi in cui la ripresa è già vigorosa non lascia molto sperare in questo senso. In ogni caso la gravità delle tensioni finanziarie gravanti sul settore delle imprese negli ultimi anni ben difficilmente ha fatto sí che vi fosse un "accaparramento" di personale durante la fase recessiva.

Retribuzioni reali. Le precedenti analisi dei prezzi, delle retribuzioni nominali e della produttività possono ovviamente essere combinate in modo da ricavare gli andamenti in termini di salari reali e – in prima approssimazione – la dinamica della quota dei profitti. E' evidente che quest'ultima ha un ruolo addizionale e autonomo ai fini della solidità della ripresa. Il grafico alla pagina seguente mostra le variazioni medie nell'indice delle retribuzioni reali (rappresentato dalle retribuzioni nell'industria manifatturiera deflazionate con i prezzi al consumo) per periodi di tre anni a partire dal 1968-70; il punto finale rappresenta l'anno singolo 1983. Le variazioni nella produttività dell'intera economia sono espresse in modo analogo ed entrambi gli andamenti sono posti in relazione al tasso di disoccupazione.

Il grafico mostra anzitutto che il calo già rilevato nella progressione delle retribuzioni nominali si è associato in varia misura a flessioni negli incrementi delle retribuzioni reali. Di fatto, negli ultimi anni in alcuni paesi si sono avute riduzioni in termini assoluti dei salari reali. Tenendo presente queste considerazioni, la moderazione nella dinamica salariale appare forse ancor piú rilevante, anche se si è accompagnata a tassi elevati e crescenti di disoccupazione.

Retribuzioni reali, produttività e disoccupazione*



* Il grafico riporta le variazioni percentuali delle retribuzioni reali (guadagni di fatto o retribuzioni minime contrattuali nell'industria manifatturiera deflazionati con i prezzi al consumo) e della produzione per addetto per l'intera economia. Queste variazioni rappresentano medie per periodi di tre anni (dal 1968-70 al 1980-82) e sono poste in relazione alle corrispondenti medie del tasso di disoccupazione; i dati per il 1983 si riferiscono all'anno singolo.

Un caso limite è ancora una volta costituito dal Giappone, dove gli incrementi delle retribuzioni reali, che in precedenza erano arrivati fino al 10% all'anno, sono scesi quasi a zero nel periodo 1980-82, e ciò in presenza di un aumento soltanto modesto della disoccupazione rilevata. Un simile grado di flessibilità delle retribuzioni reali è stato senz'altro assai necessario in un periodo in cui anche la crescita della produttività è fortemente diminuita.

I dati relativi agli Stati Uniti dimostrano che la ben nota flessibilità delle retribuzioni reali in questo paese — di cui si è fatta menzione a pagina 22 — non riflette soltanto il lento aggiustamento dei salari alle variazioni dei prezzi. Pertanto, il profilo delle retribuzioni reali rispecchia assai da vicino i movimenti della produttività, e le più recenti indicazioni fanno ritenere che si sia creato un certo margine per una più elevata redditività.

In altri paesi vi sono stati lunghi periodi durante i quali la crescita delle retribuzioni reali si è discostata da quella della produttività, creando di conseguenza una crescente esigenza di aggiustamento. I dati più recenti indicano peraltro che una certa correzione è in atto. Per alcuni paesi, come ad esempio il Canada, in epoca abbastanza recente la linea della produttività e quella delle retribuzioni reali si sono intersecate. In altri, la crescita delle retribuzioni reali si mantiene invece da qualche tempo al disotto di quella della produttività. Un esempio sarebbe quello della Germania; altri esempi sono dati dal Regno Unito, dal Belgio e dai Paesi Bassi, paesi in cui l'esigenza di aggiustamento era forse maggiore. Tuttavia, soprattutto in questi ultimi casi, la concomitanza di livelli di disoccupazione assai elevati rende difficile stabilire per ora se abbia avuto luogo un aggiustamento più fondamentale e tale da risultare duraturo anche in presenza di una perdurante e più vigorosa ripresa.

Pertanto, date le scarse probabilità di una netta accelerazione della crescita tendenziale della produttività, considerazioni inerenti alle retribuzioni reali — ma anche a quelle nominali — fanno apparire necessario il mantenimento di una dinamica salariale moderata. I salari nominali, quanto meno da un punto di vista contabile, rappresentano la parte maggiore dei costi globali e dei prezzi. Pertanto, se si vuole soddisfare il requisito fondamentale per una ripresa duratura — ossia il controllo dell'inflazione — è necessario che in un modo o nell'altro gli incrementi delle retribuzioni nominali siano mantenuti entro limiti modesti. Parimenti, data l'importanza di maggiori investimenti a sostegno della ripresa dal lato dell'offerta, la dinamica delle retribuzioni reali dovrà essere tale da assicurare il necessario grado di redditività.

La solidità della ripresa: contrasti nelle politiche

Le differenze tra paesi nelle politiche di bilancio. La seconda minaccia di ordine generale alla solidità dell'attuale ripresa deriva dalla prospettiva del perdurare degli squilibri. La stessa situazione fortemente sbilanciata delle politiche negli Stati Uniti accresce ovviamente il rischio d'inflazione in questo paese. Oltre a ciò il contrasto negli orientamenti delle politiche, specie di quella fiscale, tra gli Stati Uniti e il resto del mondo industrializzato comporta il rischio di una configurazione non sostenibile delle bilance dei pagamenti. Esso contribuisce altresì a far passare in seconda linea l'obiettivo pressoché generale di una riduzione della sfera pubblica,

un processo i cui risultati sostanziali potranno manifestarsi solo gradualmente a medio termine, ma il cui contributo alla solidità della ripresa nel più lungo periodo è considerato essenziale. E' importante tener presente questo aspetto allorché si esaminano i cambiamenti a breve termine nell'orientamento della politica di bilancio. Infatti, è assai probabile che nelle attuali circostanze un'analisi tradizionale della politica fiscale non ne colga tutti gli effetti, neppure per quanto riguarda l'impatto a breve termine sulla dinamica della domanda.

Come si può rilevare dalla tabella, è difficile, se non impossibile, distinguere chiaramente le differenze negli orientamenti della politica fiscale semplicemente dall'esame dei dati di bilancio degli ultimi anni. Anche se negli Stati Uniti il settore dell'amministrazione pubblica è passato ad un disavanzo relativamente ampio negli ultimi due anni, questa situazione non risalta in modo spettacolare se confrontata con quella degli altri paesi industriali. In effetti, diversi paesi minori paiono trovarsi in una situazione manifestamente più difficile. Inoltre, lo scorso anno vi è stato un peggioramento solo modesto, in quanto l'ulteriore aumento del disavanzo federale è stato in larga parte compensato da un aumento del saldo attivo del settore delle amministrazioni locali.

Spesa e saldo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche¹

Paesi	Spesa delle Amministrazioni pubbliche					Saldo di bilancio				
	1978-79	1980	1981	1982	1983 ²	1978-79	1980	1981	1982	1983 ²
	in percentuale del PNL									
Stati Uniti	31,3	33,1	33,5	35,4	35,4	0,3	- 1,3	- 1,0	- 3,8	- 4,0
Giappone ³	30,0	31,6	32,7	33,2	32,0	- 8,5	- 6,8	- 7,4	- 7,0	- 6,9
Germania	49,2	50,2	51,6	51,8	50,9	- 3,2	- 3,8	- 4,8	- 4,1	- 3,3
Francia	42,8	43,8	46,5	47,6	47,8	- 1,2	0,3	- 1,9	- 2,6	- 3,3
Regno Unito	42,1	44,2	45,3	45,6	45,8	- 3,7	- 3,5	- 2,8	- 2,0	- 3,2
Italia	45,6	46,3	51,7	55,2	57,6	- 9,6	- 8,0	-11,9	-12,7	-11,8
Canada	39,4	40,4	41,1	45,6	45,9	- 2,4	- 2,5	- 1,1	- 5,3	- 5,8
Belgio	54,3	57,7	62,8	63,9	63,2	- 8,6	-11,7	-16,2	-15,5	-15,3
Paesi Bassi	56,0	59,2	60,6	62,4	64,0	- 4,1	- 6,4	- 7,2	- 7,9	- 8,9
Svezia	60,6	62,3	65,5	67,8	68,1	- 1,8	- 3,7	- 4,9	- 6,4	- 5,1
Svizzera	27,0	26,6	25,7	26,5	26,8	- 0,5	- 0,4	- 0,2	- 0,7	- 1,3

¹ Sulla base di fonti e definizioni nazionali. ² Dati provvisori. ³ I dati relativi alla posizione di bilancio comprendono le imprese pubbliche.

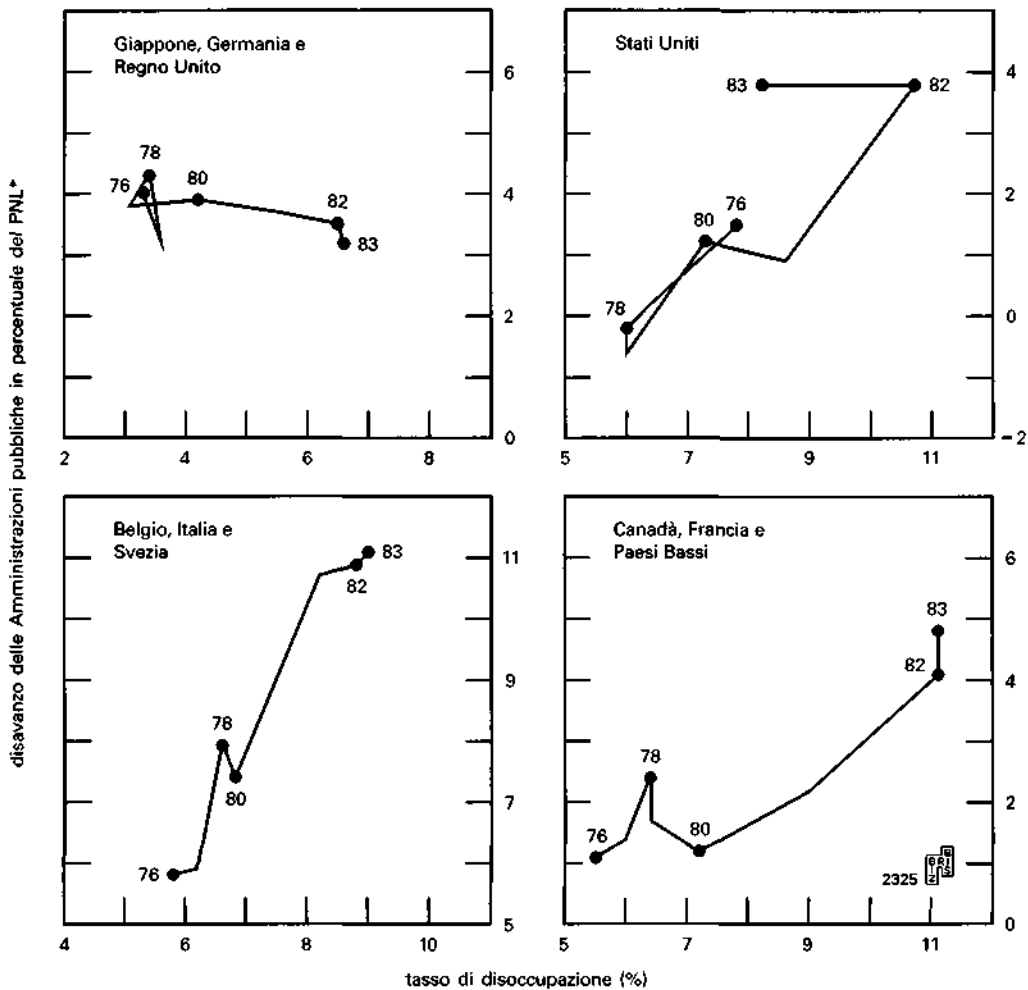
Tuttavia, questo tipo di approccio basato sui soli dati di bilancio trascura tre aspetti essenziali. Anzitutto, trascurava di considerare l'evoluzione dell'economia. In secondo luogo, non può tener conto di quelli che sono i programmi e gli intendimenti del governo per il futuro e, infine, trascura l'importante problema delle eccessive dimensioni del settore pubblico in molti paesi.

L'esatto calcolo dei disavanzi di bilancio depurati della componente ciclica, ovvero strutturali, presenta difficoltà ben note. E' tuttavia possibile, in un modo molto semplice, farsi un'idea almeno della *direzione* relativa del sottostante

mutamento d'indirizzo della politica di bilancio. Il grafico che segue pone in relazione per ciascun anno il disavanzo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche con il tasso di disoccupazione di fine anno, rispettivamente negli Stati Uniti e in tre gruppi di paesi (sono stati impiegati i dati di fine anno per tener conto in certa misura del noto sfasamento tra le variazioni della domanda e i loro effetti sul mercato del lavoro). I punti sono congiunti fra loro in ordine cronologico.

L'interpretazione del grafico è abbastanza semplice dal punto di vista qualitativo. I movimenti verso il basso e/o verso destra indicherebbero senz'altro un cambiamento in senso restrittivo nell'indirizzo della politica fiscale. Il disavanzo di bilancio è ridotto o mantenuto stabile anche in presenza di una disoccupazione in aumento. Gli effetti automatici di quest'ultima sulla crescita del disavanzo sono implicitamente più che compensati dagli interventi discrezionali di segno opposto per contenere o ridurre il deficit. Alla stessa stregua, un movimento verso l'alto e verso sinistra indica un orientamento prociclico in senso espansivo; il disavanzo di bilancio viene dilatato ulteriormente nonostante un tasso decrescente di disoccupazione.

Disavanzi di bilancio e disoccupazione



Analizzato secondo questi criteri, l'orientamento della politica fiscale risulta assai diverso da quello che si desume sulla base dei dati di bilancio grezzi. Come si può notare nel riquadro superiore a destra del grafico, lo scorso anno il settore pubblico degli Stati Uniti ha assunto un indirizzo decisamente espansivo, in quanto il calo della disoccupazione è stato notevole, ma i suoi effetti automatici sul bilancio sono stati più che compensati. E' interessante notare che secondo questa analisi la politica di bilancio degli Stati Uniti è diventata fortemente espansiva solo lo scorso anno. Nel 1981, nonostante la prima tornata di sgravi fiscali dal lato dell'offerta, il disavanzo è in realtà leggermente diminuito nonostante l'aumento della disoccupazione. Per il 1982, tuttavia, dato il contemporaneo aumento sia del disavanzo sia della disoccupazione, non è possibile stabilire — senza un calcolo più approfondito — se l'ampliamento del disavanzo sia stato più che neutrale. In effetti, sembra probabile che lo sia stato e che nell'ultimo biennio l'orientamento della politica fiscale risulti complessivamente espansivo.

In netto contrasto si pongono i movimenti per i restanti paesi industriali, che in media procedono in direzione quasi diametralmente opposta. In tre paesi maggiori, Giappone, Germania e Regno Unito (che contribuiscono per circa il 60% alla produzione dei paesi del Gruppo dei Dieci, esclusi gli Stati Uniti), per diversi anni è stata perseguita una politica di restrizione del bilancio pur in presenza di una crescente disoccupazione. E' vero che, come si è già notato in precedenza trattando dei fattori che hanno influito sulla domanda, lo scorso anno i progressi compiuti dal Regno Unito in questa direzione sono stati temporaneamente interrotti da un lieve regresso. In pari tempo, tuttavia, alcuni altri paesi, come Italia, Belgio e Svezia si sono mossi in senso più restrittivo negli ultimi due anni.

In conclusione, la politica di bilancio nei paesi al di fuori degli Stati Uniti — anche se si tiene conto di esempi contrari come quello rappresentato dal Canada — ha assunto in media un indirizzo di fondo più restrittivo, nel senso tradizionale.

Ciò detto, è tuttavia necessaria un'importante precisazione. L'azione tesa a comprimere il disavanzo di bilancio ha rappresentato senza dubbio una componente importante del generale processo di disinflazione intrapreso nel mondo industrializzato dopo il secondo shock petrolifero. Il regresso dell'inflazione, come si è già notato, comporta, anche nel periodo relativamente breve, una crescente spesa per consumi, di riflesso ad un aumento del reddito reale disponibile e, in taluni casi, di un calo della propensione al risparmio delle Famiglie. Poiché esso implica anche tassi d'interesse più bassi e forse una maggiore competitività esterna, un sostegno alla domanda può altresì provenire dal lato degli investimenti e delle esportazioni. Simili reazioni in termini di spesa tenderanno a compensare gli effetti restrittivi a breve termine di un inasprimento della politica di bilancio, contribuendo a colmare il divario temporale tra la realizzazione di cambiamenti strutturali di lungo periodo della politica stessa e il manifestarsi dei loro effetti benefici. D'altra parte, l'indicatore della disoccupazione adottato nella costruzione del grafico riflette, sebbene in misura esagerata, l'effetto netto di tutti gli influssi della domanda (e di altri fattori). Pertanto, il fatto che le linee tracciate per il Giappone, la Germania e il Regno Unito tendano decisamente verso destra indica che mediamente l'orientamento restrittivo in questi paesi non è stato finora del tutto compensato, in termini di domanda globale, dai favorevoli effetti della disinflazione sulla spesa. E' tuttavia importante considerare l'aggiustamento come un processo a medio termine

che implica una riallocazione delle risorse verso impieghi più razionali in condizioni di accresciuta stabilità dei prezzi.

Di norma, i tradizionali procedimenti di calcolo per rettificare i bilanci della componente congiunturale non tengono conto degli effetti automatici di spesa di un riuscito processo di disinflazione. Ciò vale altresì, come accennato in precedenza, per i movimenti del tasso di cambio, che negli ultimi tempi hanno assunto considerevole importanza. E' probabilmente impossibile stabilire con esattezza in che misura la forte ascesa del dollaro negli ultimi tre anni sia dovuta semplicemente a differenze tra l'approccio combinato di politica monetaria e fiscale degli Stati Uniti e quello del resto del mondo. Nondimeno, l'apprezzamento del dollaro è probabilmente anche servito — almeno finora — ad attenuare gli effetti potenziali in termini di domanda del diverso orientamento delle politiche a livello internazionale. La perdita di competitività degli Stati Uniti ha rappresentato un "guadagno" per il resto del mondo, senza il quale le restrizioni di bilancio negli altri paesi avrebbero comportato una disoccupazione ancora maggiore nel breve periodo.

A questo riguardo, tuttavia, assume rilievo la distinzione fra effetti a breve e a più lungo termine del divario delle politiche. Infatti, anche se sotto certi aspetti la difformità delle politiche ha avuto conseguenze relativamente favorevoli, almeno per un certo tempo, vi è da temere che nel più lungo periodo l'effetto possa essere negativo.

Pertanto, l'orientamento espansivo della politica statunitense può essere considerato non del tutto inappropriato nei primi stadi di ripresa congiunturale. Sia direttamente, sia attraverso il rialzo del dollaro, esso ha contribuito a colmare un vuoto nella domanda mondiale, consentendo agli altri paesi di perseverare nell'auspicata correzione degli squilibri di bilancio e dei conti con l'estero e di raccogliere i primi frutti della disinflazione in termini di prezzi e di domanda. Inoltre, l'orientamento del programma fiscale per il 1981 e 1982, che ha privilegiato il lato dell'offerta, ha cominciato a riflettersi favorevolmente sugli investimenti aziendali. Si stima che nel prossimo anno le riduzioni delle aliquote d'imposta sui redditi delle imprese e, soprattutto, le agevolazioni fiscali sugli ammortamenti possano comportare congiuntamente un alleggerimento del carico fiscale delle imprese di circa 25 miliardi di dollari. In tal modo, le modifiche del regime tributario hanno concorso ad accrescere sensibilmente il saggio di rendimento netto degli investimenti aziendali.

Tuttavia, le dimensioni del disavanzo statunitense, e soprattutto la prospettiva di un ulteriore aumento della sua componente strutturale, hanno già prodotto effetti sfavorevoli in termini di tassi d'interesse. Il pericolo è che intervenga un loro ulteriore rialzo se non vi sarà una correzione di rotta nella politica di bilancio.

Le implicazioni dei disavanzi di bilancio previsti negli Stati Uniti. La tabella seguente riporta i programmi fiscali dell'Amministrazione degli Stati Uniti e il quadro economico ipotizzato, quali risultano dai principali documenti di bilancio pubblicati agli inizi di quest'anno. Anche a quell'epoca la maggior parte degli osservatori esterni era dell'opinione che una tale eccezionale progressione dei disavanzi di bilancio nel medio periodo sarebbe stata incompatibile con una ripresa durevole. Molti ritenevano anche che la situazione potesse risultare peggiore di quanto ipotizzato dai documenti ufficiali, nel senso che, ad esempio, con l'evolversi

Bilancio federale USA per il 1985: previsioni e ipotesi ufficiali

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Variazioni percentuali (quarto trimestre su quarto trimestre) di:							
PNL a prezzi costanti	6,1	4,5	4,0	4,0	4,0	4,0	3,8
prezzi al consumo	2,9	4,5	4,7	4,4	4,1	3,8	3,5
Tasso di disoccupazione (quarto trimestre)	8,4	7,7	7,5	7,2	6,5	5,8	5,7
Tasso d'interesse a breve ¹	8,6	8,5	7,7	7,1	6,2	5,5	5,0
Disavanzo del bilancio federale ² :							
in miliardi di dollari USA	-195,4	-183,7	-180,4	-177,1	-180,5	-152,0	-123,4
in percentuale del PNL	6,0	5,2	4,6	4,2	3,9	3,1	2,3
Disavanzo medio per periodi quadriennali, in percentuale del PNL							
1959-62	1970-73		1975-78		1983-86 (proposto)		Media 1960-73
1,1	1,4		2,9		5,0		1,0

¹ Buoni del Tesoro a 91 giorni. ² Su base unificata, per anno fiscale, escluse le poste fuori bilancio.

della situazione i tassi d'interesse avrebbero potuto aumentare, anziché decrescere come previsto, e quindi acuire il problema del disavanzo.

Da allora paiono essere intervenuti due fatti. In primo luogo, la stessa Amministrazione ha riconosciuto la necessità di apportare alcune modifiche ai suoi programmi originari, sebbene debba essere ancora raggiunto un accordo con il Congresso. Al tempo stesso, però, l'esigenza di un'azione correttiva pare essere divenuta più pressante a causa del calo straordinariamente rapido della disoccupazione e della crescita del PNL, risalita al livello di quasi il 9% su base annua nel primo trimestre del 1984.

I rischi che questa situazione presenta sono ovvi e interdipendenti. Vi è il pericolo che i tassi d'interesse tornino a salire e che a ciò possa far seguito prima o poi un surriscaldamento dell'economia. Entrambi questi sviluppi potrebbero essere aggravati da un eccessivo aggiustamento verso il basso del dollaro. Quest'ultima ipotesi parrebbe a prima vista in contrasto con l'esperienza recente di un rafforzamento del dollaro in concomitanza di un rialzo dei tassi d'interesse e di un crescente disavanzo corrente con l'estero. Tuttavia, sebbene i mercati dei cambi possano anche ignorare un ampio disavanzo di parte corrente durante un periodo transitorio di ripresa ciclica asincrona, la prospettiva di disavanzi cronici con l'estero di dimensioni pari a quelle attuali o persino maggiori potrebbe mutare radicalmente i termini della questione.

Un tale insieme di circostanze, specie se accompagnato da una forte caduta del dollaro, sarebbe ovviamente contrario agli interessi degli Stati Uniti stessi. Le pressioni inflazionistiche potrebbero risulterne soltanto aggravate, attraverso l'effetto diretto sui prezzi, nonché quello sulla domanda aggregata, di un eccessivo aggiustamento del tasso di cambio. Data la difficoltà, in base alle procedure legislative vigenti negli Stati Uniti, di attuare tempestivamente interventi fiscali di ampia portata, alle autorità monetarie non rimarrebbe altra scelta che quella di consentire un ulteriore innalzamento dei tassi d'interesse.

E' difficile valutare gli effetti a breve termine che simili sviluppi potrebbero avere sul resto del mondo industrializzato. E' chiaro, comunque, che in Europa e in Giappone la ripresa ha avuto inizio allorché si sono cominciati ad avvertire i benefici della disinflazione e dell'impegno a medio termine a ridurre i disavanzi di bilancio e la quota della spesa pubblica sul PNL. Questo aspetto di per sé incoraggiante consente altresí di sperare che d'ora innanzi fattori piú fondamentali intervengano a sostegno della ripresa, soprattutto in quanto le politiche monetarie sembrano generalmente orientate al mantenimento dell'espansione della domanda nominale. In particolare, grazie al miglioramento già in atto della redditività delle imprese, come indicato nel Capitolo successivo, gli investimenti aziendali potrebbero svolgere un ruolo piú determinante sia nell'accrescere la domanda globale nel breve periodo, sia nel rafforzare il potenziale di offerta a piú lungo termine.

In che misura il conseguimento di questo risultato richieda un'ulteriore azione immediata nel senso di una restrizione di bilancio nel medio periodo dipende ovviamente da paese a paese. Il giudizio a questo riguardo dipenderà dal grado in cui l'inflazione si trova già sotto controllo, dal margine di sottoutilizzo dell'economia e dalle dimensioni del risparmio del settore privato. Esso dipenderà altresí dalla situazione dei conti con l'estero e dalla misura in cui è stata contenuta l'espansione del settore pubblico. Nella maggior parte dei paesi europei, gli squilibri strutturali nel settore pubblico sono acuti, ed è opinione diffusa che essi richiedano un'azione correttiva nel quadro di una strategia globale di sostegno e di rafforzamento della ripresa. In questo senso, l'attenzione della politica fiscale si è notevolmente spostata di recente, focalizzandosi sul problema prioritario dell'offerta nel medio periodo, in contrapposizione agli influssi a breve termine sulla domanda.

Ad esempio, un piú rapido processo di riduzione della spesa corrente del settore pubblico potrebbe ampliare il margine disponibile per una ripresa del settore privato e rafforzare al tempo stesso altri incentivi dal lato dell'offerta dell'economia. Esso potrebbe altresí facilitare una correzione del crescente squilibrio all'interno della spesa pubblica totale tra parte corrente e investimenti. Inoltre, un piú efficace contenimento del settore pubblico contribuirebbe a migliorare la relazione prezzi-costi, specie nel medio periodo. In tal modo, gli investimenti delle imprese potrebbero essere sostenuti meglio e piú a lungo di quanto sia spesso avvenuto in precedenti fasi di ripresa.

Nella misura in cui fosse possibile aumentare la credibilità, agli occhi dell'opinione pubblica, di un risoluto impegno a medio termine verso un orientamento non condiscendente delle politiche, l'inflazione potrebbe inoltre essere mantenuta piú saldamente sotto controllo di quanto sia accaduto negli anni settanta. Anche in tal modo l'orientamento a medio termine della politica macroeconomica potrebbe fornire un sostegno crescente alla ripresa. In particolare, esso dovrebbe contribuire ad assicurare che il margine consentito dalle politiche ad una moderata crescita del reddito nominale sia assorbito in misura crescente dalla componente reale piuttosto che da quella dei prezzi.

Ma anche se si verificassero queste ipotesi ottimistiche, i paesi industriali sarebbero comunque posti di fronte al fatto che l'ampio e tuttora crescente disavanzo dei pagamenti correnti degli Stati Uniti è di per sé insostenibile nel lungo periodo. Un disavanzo di simili proporzioni, anche se può offrire agli altri paesi

temporanei vantaggi di competitività, è destinato a creare incertezze nelle scelte di investimento delle loro industrie esportatrici, con successivi aggiustamenti di notevole entità nei flussi commerciali.

Naturalmente, dal punto di vista dei paesi meno sviluppati con forte indebitamento, nel breve periodo è motivo di maggiore preoccupazione la prospettiva di tassi d'interesse ancora più alti e di un nuovo surriscaldamento dell'economia negli Stati Uniti. L'impatto del rialzo dei tassi d'interesse sugli oneri finanziari per il servizio del debito potrebbe infatti annullare gran parte dei vantaggi che questi paesi possono aver ottenuto attraverso i maggiori introiti delle esportazioni.

Infine, al di là di questi ostacoli più immediati, vi è il pericolo latente che un surriscaldamento della congiuntura negli Stati Uniti – divenendo sempre più incompatibile con una politica monetaria tesa, attraverso il controllo degli aggregati, al contenimento dell'inflazione – possa condurre ad una prematura inversione di tendenza dell'attività economica. Se ciò dovesse avvenire in concomitanza di un disavanzo dei pagamenti correnti ancora ingente, potrebbero scatenarsi ulteriori forze protezionistiche sia negli Stati Uniti sia in altri paesi.

Sebbene questa elencazione di problemi possa apparire eccessivamente pessimistica, nondimeno essa sottolinea l'importanza di una tempestiva azione di politica economica intesa a preservare i progressi in termini di stabilità ottenuti a così duro prezzo nei recenti anni di disinflazione.

III. FLUSSI SETTORIALI E MERCATI FINANZIARI

Aspetti salienti

I recenti sviluppi sui mercati finanziari sono stati influenzati da forze sia congiunturali sia tendenziali. In primo luogo, gli aggiustamenti di breve periodo nell'economia reale (cfr. Capitolo II) hanno comportato importanti variazioni nei saldi finanziari e nei fabbisogni netti di finanziamento dei settori. Nella maggior parte dei paesi la contrazione del risparmio delle Famiglie, unitamente ad una certa ripresa degli investimenti in abitazioni, ha portato ad una minore formazione di risparmio finanziario, dopo parecchi anni durante i quali vi è stata una forte accumulazione di attività liquide da parte delle Famiglie connessa alla recessione economica. Inoltre, la ripresa congiunturale, associata alla perdurante moderazione salariale ed a misure di riduzione dei costi, ha determinato un sensibile incremento dei profitti d'impresa. Poiché gli investimenti fissi sono proceduti a rilento rispetto alla crescita di altre componenti della domanda, il saldo finanziario del settore imprese ha mostrato un netto miglioramento. Infine, in molti paesi il fabbisogno finanziario del settore pubblico, mantenutosi ampio in confronto a precedenti cicli congiunturali, ha comportato un'ulteriore accumulazione di titoli del debito pubblico presso i detentori residenti ed esteri. All'interno di questo quadro di carattere generale, la configurazione dei flussi finanziari settoriali presenta significative differenze da un paese all'altro, e soprattutto fra l'Europa e gli Stati Uniti.

In secondo luogo, la misura in cui le variazioni nei saldi finanziari dei settori si sono accompagnate a cambiamenti nelle scelte di portafoglio è dipesa fortemente dal vigore della ripresa economica e dalle aspettative circa la politica monetaria. Nei paesi che hanno guidato la ripresa, l'indebitamento complessivo ha avuto la tendenza ad aumentare in rapporto al prodotto nazionale lordo, poiché l'accresciuta domanda privata di credito si è sovrapposta ad un persistente ampio fabbisogno di finanziamento del settore pubblico, e al tempo stesso gli operatori economici hanno cercato di mantenere o di incrementare ulteriormente le loro disponibilità liquide. Per contro, nei paesi in cui l'attività economica reale è rimasta relativamente sotto tono durante la maggior parte dell'anno, il processo di ristrutturazione dei saldi finanziari ha comportato un'ulteriore diminuzione dell'indebitamento complessivo in rapporto al PNL, soprattutto in conseguenza di una domanda di credito del settore privato debole o addirittura calante.

In terzo luogo, lo scorso anno si è assistito a diversi cambiamenti nella composizione degli strumenti finanziari impiegati e nel ruolo dei vari mercati creditizi e delle istituzioni finanziarie. In certa misura questi sviluppi sono collegati alla ripresa congiunturale ed alla mutata configurazione dei fabbisogni finanziari dei diversi settori. Uno sviluppo importante è costituito ad esempio dal risveglio dei mercati azionari, che in molti paesi ha aiutato le imprese a ristrutturare i loro bilanci senza ricorso all'indebitamento, migliorando in pari tempo la loro situazione di liquidità. Con l'allentamento delle condizioni monetarie, vi è stata altresì una certa tendenza ad indebitarsi a più lunga scadenza, anche se in misura minore rispetto a precedenti cicli economici. Inoltre vi sono state indicazioni che da parte degli

operatori economici prosegue la ricerca di tecniche per cautelarsi dalle incertezze connesse all'andamento futuro dei tassi d'interesse. Sui mercati finanziari nazionali e internazionali lo scorso anno si è assistito ad un'ulteriore espansione degli strumenti a tassi d'interesse variabili, e sia gli utilizzatori sia i fornitori di fondi hanno preferito evitare impegni a più lungo termine a tasso d'interesse fisso. Altri sviluppi hanno riguardato ulteriori innovazioni nelle tecniche per la gestione del debito pubblico e del rischio connesso al tasso d'interesse, fra cui la negoziazione a termine di strumenti finanziari standardizzati (*financial futures*).

Se da un lato il processo di deregolamentazione e di innovazione finanziaria può essere visto come una risposta agli elevati tassi d'inflazione e d'interesse, nonché alle modifiche del quadro normativo e istituzionale, esso a sua volta è ricco di implicazioni per l'analisi degli sviluppi sui mercati finanziari e per la politica monetaria. Anzitutto, sono venute meno precedenti barriere istituzionali via via che le forze del mercato sono cresciute d'intensità e la disponibilità di nuovi strumenti si è ripercossa sulle scelte di portafoglio del settore privato. Più particolarmente, in alcuni paesi l'azione della politica monetaria ha fatto leva in misura crescente sui tassi d'interesse piuttosto che su tecniche di razionamento del credito. In secondo luogo, in molti paesi le innovazioni finanziarie hanno avuto un forte impatto sugli aggregati creditizi e monetari, rendendo più difficile l'attuazione e la valutazione della politica monetaria. Questo capitolo considera soprattutto alcuni sviluppi attinenti al primo aspetto di tale processo, mentre le implicazioni di politica monetaria ed il più specifico impatto delle politiche saranno trattati nel Capitolo IV.

Variazioni nei saldi finanziari dei settori

L'incipiente ripresa congiunturale, che ha fatto seguito ad un periodo di drastica disinflazione e di grave recessione, è chiaramente rispecchiata dall'evoluzione dei saldi finanziari dei settori. Quest'ultima è caratterizzata in generale da un calo del risparmio delle Famiglie, associato ad una certa ripresa dell'edilizia abitativa, nonché da più elevati profitti e da un certo risveglio degli investimenti fissi delle Imprese (analizzati nel capitolo precedente). Nella maggior parte dei paesi è diminuito il risparmio finanziario netto delle Famiglie, mentre il settore delle imprese ha rafforzato la sua posizione finanziaria netta. Queste variazioni hanno a loro volta influenzato la domanda di credito settoriale e l'evoluzione dei mercati finanziari in termini di raccolta complessiva di fondi, di strumenti creditizi impiegati e di canali di intermediazione.

Considerando dapprima il settore famiglie, la tabella che segue mostra un quadro alquanto uniforme di rafforzamento delle eccedenze finanziarie fino al 1981-82. Dopo il secondo shock petrolifero le Famiglie hanno reagito all'accelerarsi dell'inflazione ed alla crescente disoccupazione riducendo i consumi correnti e gli investimenti in abitazioni. In alcuni paesi un fattore determinante pare essere stato il tentativo di preservare il valore reale della ricchezza, mentre in altri potrebbero essere stati prevalenti il timore di un ampliamento della disoccupazione e il deteriorarsi in generale del clima di fiducia dei consumatori. Le reazioni sono state simili a quelle prodottesi dopo il primo rincaro del petrolio, con la differenza tuttavia che il più recente incremento del risparmio ha coinciso con una più lenta crescita — e in alcuni paesi con un calo — dei guadagni salariali in termini reali.

Saldi finanziari dei settori¹

Paesi	Anni	Settore privato				Settore pubblico ²	Resto del mondo
		Famiglie	Imprese non finanziarie	Imprese finanziarie	Totale		
		in percentuale del PNL					
Stati Uniti	1975-76	4,5	- 0,3	0,1	4,4	- 4,1	- 0,3
	1980	3,5	- 1,3	0,2	2,4	- 2,5	0,3
	1981	4,4	- 1,8	- 0,1	2,5	- 2,3	0,2
	1982	4,8	0,1	- 0,1	4,8	- 5,3	0,5
	1983	3,6	0,7	0,1	4,3	- 5,6	1,3
Canada	1975-76	4,9	- 5,1	0,4	0,2	- 2,5	2,4
	1980	7,8	- 5,0	0,0	2,8	- 2,4	0,4
	1981	8,5	- 8,2	- 0,2	0,1	- 1,1	1,7
	1982	10,7	- 3,9	- 0,5	6,3	- 5,4	- 0,8
	1983	9,0	- 2,3	- 0,1	6,6	- 5,9	- 0,4
Giappone	1975-76	11,0	- 4,1	0,7	7,6	- 7,4	- 0,3
	1980	8,3	- 3,5	0,9	5,7	- 6,8	1,1
	1981	11,2	- 3,1	- 0,2	7,9	- 7,4	- 0,5
	1982	11,0	- 3,9	0,6	7,7	- 7,0	- 0,7
	1983	10,6	- 3,8	1,9	8,7	- 6,9	- 1,8
Regno Unito	1975-76	4,9	- 0,3	0,0	4,6	- 6,9	1,1
	1980	7,1	0,3	- 0,2	7,2	- 4,7	- 1,6
	1981	5,3	1,3	- 0,3	6,3	- 3,4	- 2,9
	1982	3,6	1,3	0,1	5,0	- 2,6	- 2,0
	1983	2,1	2,2	0,0	4,3	- 3,5	- 0,7
Francia	1975-76	4,7	- 4,3	0,0	0,4	- 1,3	0,9
	1980	3,2	- 5,4	0,5	- 1,7	0,3	1,4
	1981	4,5	- 4,4	0,2	0,3	- 1,8	1,5
	1982	4,8	- 5,3	0,1	- 0,4	- 2,6	3,0
	1983	4,6	- 3,5	0,6	1,7	- 3,3	1,6
Germania	1975-76	6,2	- 1,4	0,6	5,4	- 4,5	- 0,8
	1980	3,4	- 3,5	1,2	1,1	- 3,1	2,1
	1981	4,4	- 3,0	1,3	2,7	- 3,9	1,1
	1982	4,7	- 2,2	1,3	3,8	- 3,4	- 0,4
	1983	2,8	- 1,3	1,8	3,3	- 2,7	- 0,6
Italia	1975-76	15,7	- 7,2	1,6	10,1	-10,8	0,9
	1980	12,2	- 8,7	2,0	5,5	- 9,6	2,5
	1981	14,0	- 6,6	2,2	9,6	-13,4	2,3
	1982	15,1	- 4,0	1,8	12,9	-13,9	1,6
	1983	18,1	- 3,9	2,0	16,2	-15,8	- 0,2
Svezia	1975-76	- 0,9	- 6,4	2,3	- 5,0	3,7	1,3
	1980	0,7	- 4,5	3,9	0,1	- 3,7	3,6
	1981	1,1	- 3,2	4,6	2,5	- 4,9	2,4
	1982	- 0,3	- 1,0	4,1	2,8	- 6,4	3,6
	1983	- 0,1		4,0	3,9	- 5,1	1,2
Belgio	1975-76	7,7	- 1,0		6,7	- 6,9	0,2
	1980	6,2	0,8		7,0	-11,7	4,7
	1981	10,1	1,6		11,7	-16,2	4,5
	1982	9,2	2,3		11,5	-15,5	4,0
	1983	10,2	3,5		13,7	-15,3	1,6
Paesi Bassi	1975-76	8,5	- 1,9		6,6	- 4,0	- 2,6
	1980	4,5	- 0,4		4,1	- 5,9	1,8
	1981	6,9	2,4		9,3	- 7,4	- 1,9
	1982	8,8	2,6		11,4	- 9,1	- 2,3
	1983	7,8	2,8		10,6	- 8,1	- 2,5

¹ Basati sui dati del "flusso dei fondi" ovvero dei conti finanziari per gli Stati Uniti, Canada, Regno Unito, Francia, Germania, Giappone e Italia; basati sui dati di contabilità nazionale per Svezia, Belgio e Paesi Bassi. Poiché gli arrotondamenti e le poste residuali non compaiono in tabella, la somma algebrica dei saldi dei settori può non essere pari a zero. I dati relativi al 1983 sono provvisori. ² A causa di differenze nelle definizioni dei settori adottate nelle analisi del "flusso dei fondi" e nei dati di contabilità nazionale, i saldi finanziari del settore pubblico possono non coincidere con quelli riportati in altre tabelle della Relazione.

Lo scorso anno questa tendenza ha tuttavia subito un'inversione nella maggior parte dei paesi. Il rallentamento dell'inflazione, i tassi d'interesse calanti e il migliorato clima di fiducia dei consumatori hanno determinato un risveglio della spesa per consumi e, in certi casi, una decisa ripresa dell'edilizia residenziale. Di conseguenza, l'eccedenza finanziaria netta delle Famiglie ha segnato in generale una diminuzione. Nel Regno Unito, dove la ripresa dei consumi e dell'edilizia abitativa era iniziata relativamente presto, il risparmio finanziario netto è sceso al 2% del PNL, e in Germania il risparmio netto delle Famiglie è calato a un livello che non ha precedenti da oltre dieci anni. Anche negli Stati Uniti vi è stata lo scorso anno una marcata flessione dell'accreditamento netto delle Famiglie, e ancora maggiore è il calo registrato in Canada, dove a partire dalla fine degli anni settanta il risparmio delle Famiglie aveva mostrato una tendenza fortemente ascendente. Per contro, nei paesi che negli ultimi anni hanno intrapreso un'azione per comprimere la crescita dei salari reali (Italia, Belgio, Svezia e Paesi Bassi), i consumatori hanno reagito riducendo la spesa e rafforzando la loro posizione finanziaria.

Nel settore delle imprese praticamente in tutti i paesi si sono registrati più ampi saldi attivi o minori disavanzi finanziari. Questa tendenza si era avviata già due o tre anni prima, ma essa aveva allora rispecchiato principalmente una contrazione degli investimenti fissi e un decumulo di scorte. Nel 1983, per contro, i miglioramenti sono stati la conseguenza di più elevati profitti e *cash flows* (profitti operativi lordi al netto delle imposte e degli esborsi netti per interessi). Invero, il risparmio finanziario netto delle Imprese è rimasto elevato persino in quei paesi dove si è registrata una certa ripresa nella spesa in investimenti fissi, fatto questo peraltro non inconsueto nello stadio iniziale di una ripresa ciclica.

Poiché in un contesto congiunturale le variazioni dei saldi finanziari delle Famiglie e delle Imprese tendono a muoversi in senso opposto ed a controbilanciarsi parzialmente, fra il 1982 e il 1983 il risparmio positivo dell'intero settore privato è variato relativamente di poco nella maggior parte dei paesi. Tuttavia, se considerate in una prospettiva a più lungo termine e in raffronto con i corrispondenti movimenti delle bilance dei pagamenti correnti e dei disavanzi del settore pubblico, le variazioni dei saldi finanziari dell'Economia sono in alcuni casi sintomatiche delle caratteristiche degli aggiustamenti di fondo e dell'indirizzo seguito dalle politiche. Ad esempio, nel Regno Unito il disavanzo del settore pubblico ha subito una drastica riduzione fra il 1975-76 e il 1982-83. Poiché il saldo finanziario del settore privato è rimasto a grandi linee costante durante lo stesso arco di tempo, parrebbe che si sia notevolmente rafforzata la posizione strutturale di bilancio del settore pubblico e con essa la posizione verso il resto del mondo. Anche negli Stati Uniti il risparmio netto del settore privato è rimasto sostanzialmente invariato durante questo periodo, così che l'aumento del disavanzo pubblico appare in gran parte di natura strutturale. In Giappone e in Germania un importante cambiamento strutturale che ha preso avvio nel 1980 è il miglioramento della bilancia dei pagamenti correnti. Esso ha rispecchiato principalmente un rafforzamento della posizione finanziaria dell'Economia ed un minore disavanzo strutturale del settore pubblico; un'evoluzione in senso opposto pare invece essersi prodotta in Francia.

In tre paesi europei minori (Belgio, Paesi Bassi e Svezia) un aspetto marcante dell'evoluzione nel corso del periodo è stato il forte deterioramento della posizione finanziaria netta del settore pubblico, che nel caso del Belgio e della Svezia è stato

equivalente a quasi il 10% del PNL. Poiché in tutti e tre i paesi il risparmio netto del settore privato è cresciuto in misura pressoché uguale, è difficile individuare le componenti strutturali e cicliche; i crescenti disavanzi hanno comunque comportato notevoli problemi di controllo della liquidità. Anche in Canada e in Italia la crescita tendenziale del risparmio complessivo dell'Economia è stata assai forte; tuttavia nel caso del Canada la "contropartita" si è più uniformemente distribuita fra un ampliamento del disavanzo pubblico ed un miglioramento dei conti con l'estero.

Redditività e investimenti delle imprese

Dato l'obiettivo di elevati investimenti e di una crescita reale stabile, perseguito in generale dalla politica economica, ha destato vive preoccupazioni il deterioramento di lungo periodo dei profitti e della redditività delle imprese. Da quando la crescita dei salari reali e nominali ha iniziato ad accelerarsi negli ultimi anni sessanta, la quota dei profitti ha subito una continua contrazione, particolarmente in Europa e in Giappone. Nei paesi europei questi sviluppi sono stati accentuati da rigidità dei salari reali, da un andamento congiunturale sfavorevole e dagli alti tassi d'interesse seguiti ai due shock petroliferi. In alcuni paesi la redditività è stata anche indebolita da una più lenta crescita della produttività, mentre in altri, uno spostamento a favore di investimenti di razionalizzazione, con la conseguente flessione nella quota degli investimenti netti e nell'incremento della dotazione di capitale, è stato visto come un ostacolo ad una più rapida crescita della produzione.

Tuttavia, nel corso degli ultimi due anni le posizioni del settore imprese hanno fatto registrare un netto miglioramento. Come già osservato, il saldo finanziario di questo settore si è rafforzato praticamente in tutti i paesi. Ciò vale in particolare per lo scorso anno, durante il quale sia i profitti sia i flussi di autofinanziamento hanno mostrato altissimi tassi di incremento ed i margini di profitto si sono ampliati in misura considerevole.

Benché un miglioramento dei profitti sia alquanto normale nella fase iniziale di una ripresa ciclica, il recente recupero si caratterizza per alcuni aspetti eccezionalmente favorevoli. Anzitutto, esso ha avuto luogo in presenza di tassi d'inflazione ancora calanti o stabilizzati su livelli relativamente bassi. Quindi l'incremento dei profitti è stato più "genuino" di quello avutosi durante precedenti cicli economici, allorché avevano svolto un ruolo importante le plusvalenze nominali sulle scorte e il sottoammortamento del capitale fisso. Inoltre, l'aumento dell'utile per unità di prodotto in molti paesi ha superato in misura considerevole l'incremento dei prezzi, poiché il più favorevole andamento dei costi unitari ha permesso un sensibile recupero dei margini di profitto. I dati disponibili fanno ritenere che in alcuni paesi (fra cui gli Stati Uniti) lo scorso anno i costi unitari si sono in effetti ridotti, grazie alla combinazione di una maggiore produttività del lavoro, della moderata dinamica dei salari nominali e dei diminuiti oneri finanziari. In altri paesi, dove il miglioramento della produttività e il contenimento dei costi salariali sono stati meno marcati, la più lenta crescita di altri costi di produzione è stata sufficiente a permettere un certo ampliamento — seppure modesto — dei margini di profitto.

In secondo luogo, il migliorato andamento dei profitti è stato accompagnato da un'attività eccezionalmente intensa sui mercati azionari. Ciò ha consentito un

certo incremento del coefficiente di capitale proprio delle imprese (rapporto percentuale fra la base di capitale e le attività complessive), che in molti paesi era sceso a minimi storici durante la precedente recessione. In certi casi il risveglio dei mercati azionari è stato favorito da speciali provvedimenti fiscali, ma alcuni indicatori sintomatici mostrano altresì un aumento del "rapporto q" (rapporto fra il valore di mercato del capitale più le passività nette e il valore di sostituzione delle immobilizzazioni) che fa pensare ad una revisione in senso positivo nella valutazione della futura redditività delle imprese da parte degli operatori dei mercati mobiliari. Il maggior volume delle emissioni azionarie, unitamente alla forte crescita del flusso di autofinanziamento, ha inoltre consentito una ristrutturazione finanziaria delle imprese senza il ricorso ai mercati delle obbligazioni a lungo termine, mitigando così gli effetti dei perduranti alti tassi d'interesse e permettendo in alcuni casi di ridurre gli oneri finanziari delle aziende.

Tuttavia, se considerata in una prospettiva a lungo termine, la situazione dei profitti appare meno favorevole. In diversi paesi la quota dei profitti si trova ancora al disotto dei livelli pre-recessione, che a loro volta sono assai più bassi di quelli degli anni sessanta e dei primi anni settanta. Inoltre, a causa del persistente alto livello dei tassi d'interesse reali e nominali e del deterioramento dei tradizionali indici finanziari nel corso dell'ultima recessione, potrebbe essere necessario un ulteriore miglioramento della redditività e della struttura patrimoniale delle imprese prima che si possano considerare ristabilite le condizioni per un duraturo aumento dei tassi d'investimento. Nei paragrafi che seguono questi problemi saranno analizzati dapprima sulla base delle quote dei profitti e dei saggi di rendimento, nonché delle variazioni intervenute nei coefficienti di capitale proprio e negli altri indicatori finanziari. Farà quindi seguito una breve rassegna dei problemi specifici in alcuni paesi industriali.

Quote dei profitti e indici di redditività. Come si può rilevare dai grafici alle pagine 42-43, il calo tendenziale della quota dei profitti è stato accompagnato da una caduta del saggio di rendimento delle immobilizzazioni (definito come rapporto percentuale fra il risultato operativo netto, al lordo degli esborsi per interessi e imposte, e la dotazione di capitale fisso) e del saggio di rendimento del capitale proprio (definito come rapporto percentuale fra il reddito netto di pertinenza degli azionisti, dedotti gli esborsi per interessi e imposte, e la base di capitale). Questa tendenza negativa è soprattutto evidente negli Stati Uniti, in Germania e nel Regno Unito, e sarebbe probabilmente riscontrabile in molti altri paesi se gli ammortamenti e il capitale fossero rivalutati in base ai tassi d'inflazione passati e se fossero escluse le plusvalenze nominali sulle scorte. D'altra parte, nelle attuali circostanze certi fattori eccezionali potrebbero aver distorto gli indici di redditività, benché l'effetto netto potrebbe essere stato diverso da paese a paese. Fra questi fattori vi sono accantonamenti per crediti di dubbia esigibilità, incrementi delle riserve straordinarie, indennità di quiescenza connesse a ristrutturazioni del personale e una più rapida obsolescenza degli impianti.

I grafici mostrano parimenti una crescita tendenziale dei tassi d'interesse nominali, sia in termini assoluti sia in rapporto agli indici di redditività. E' pur vero che le decisioni di investimento sono considerate dipendere più dall'evoluzione attesa della produzione che dal passato saggio di rendimento del capitale. Tuttavia, è altresì generalmente ammesso che l'investimento reale tende ad essere differito se

il rendimento atteso – considerati i premi di rischio ed i fattori d'incertezza – scende al disotto dei tassi d'interesse passivi e della remunerazione alternativa delle attività finanziarie. Di fatto, in diversi paesi dove vi è stato un incentivo particolarmente forte a collocare le risorse disponibili in titoli di Stato ad alto rendimento, si è avuto negli ultimi anni un marcato aumento del portafoglio finanziario delle imprese. Benché i tassi d'interesse nominali tendano ad esagerare il costo-opportunità degli investimenti fissi nei paesi in cui gli indici di redditività sono basati sui costi correnti di sostituzione *dello stock* di capitale (Stati Uniti e Regno Unito), il margine fra il saggio di rendimento e il costo dell'indebitamento si è in generale ristretto. Considerato il concomitante aumento dei rischi e delle incertezze, è quindi probabile che si sia ridotto il volume dei potenziali progetti d'investimento che soddisfano il fabbisogno minimo di formazione di capitale. Ciò potrebbe anche non essere rispecchiato dalla tendenza degli investimenti nell'immediato futuro ma – qualora vi fossero ulteriori aumenti dei tassi d'interesse nominali, e soprattutto reali – potrebbe compromettere le possibilità di pervenire ad una solida ripresa dell'investimento.

Diminuzione dei coefficienti di capitale proprio. Un altro sviluppo di carattere generale nel settore delle imprese è stato il calo dei coefficienti di capitale proprio (*equity ratios*). Durante gli anni sessanta e nei primi anni settanta, allorché i tassi d'interesse reali erano bassi o negativi, nella maggior parte dei paesi le Imprese erano incentivate a finanziare i nuovi investimenti accrescendo il loro indebitamento. Gli oneri finanziari al netto delle imposte erano ben più bassi della remunerazione del capitale fisso investito, determinando così un "effetto di leva" positivo sulla redditività del capitale proprio al netto delle imposte. Tuttavia, in seguito alle due ondate di rincari del petrolio questo effetto si è fortemente ridotto, e in diversi paesi esso è divenuto negativo durante il più recente periodo di elevati tassi d'interesse nominali e reali.

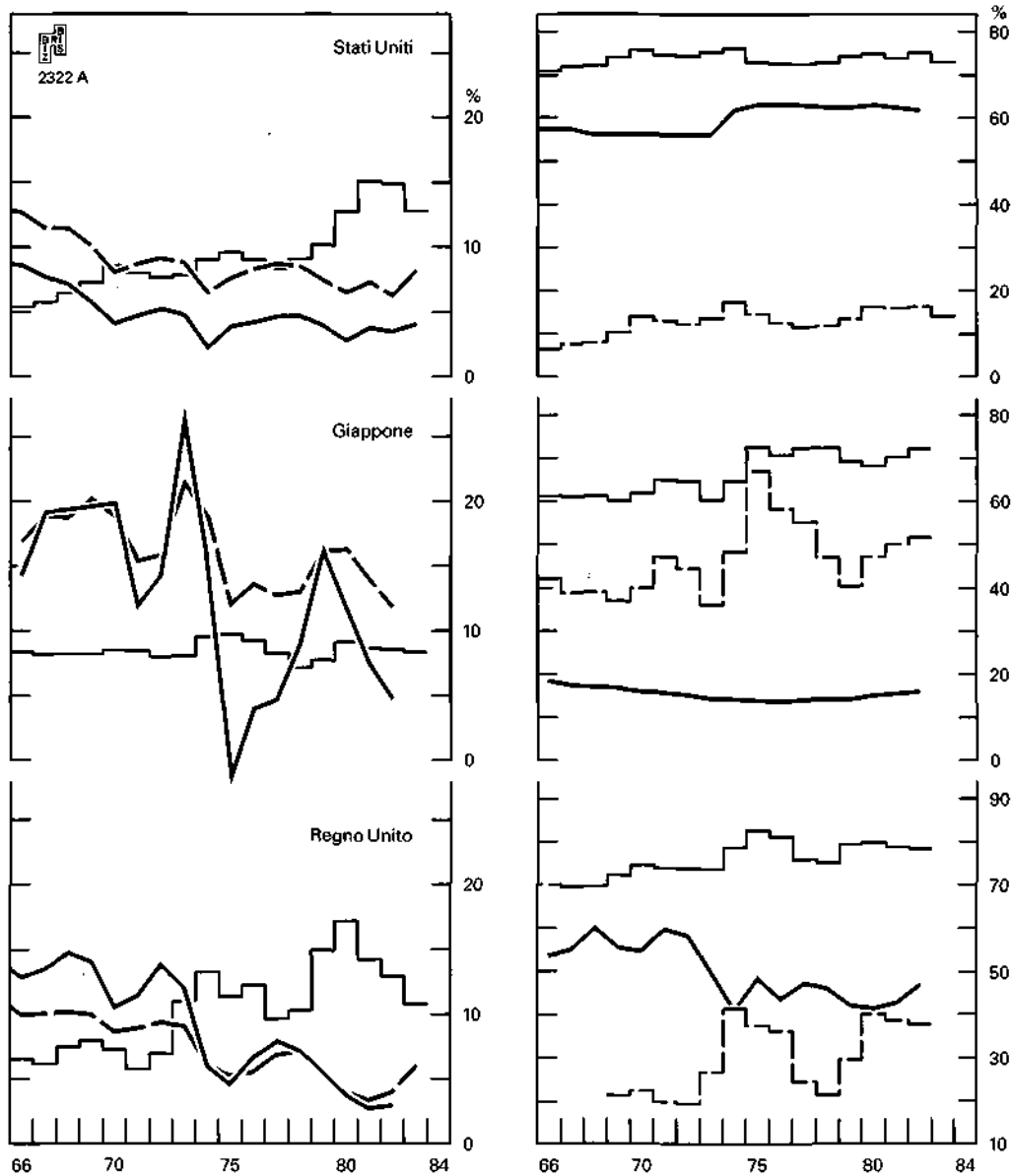
Come si può osservare nei grafici, i coefficienti di capitale proprio differiscono considerevolmente da paese a paese, sia nel livello sia nella dinamica. Per fattori di natura storica ed istituzionale il coefficiente è stato a livelli molto bassi in Giappone, mentre una tendenza negativa è particolarmente evidente nel caso di Germania e Francia. Anche negli Stati Uniti ha destato una diffusa preoccupazione il calo del coefficiente di capitale proprio nell'industria manifatturiera, ma se si considera l'aumento dei costi di sostituzione delle immobilizzazioni, tale quoziente mostra di fatto un leggero incremento per il settore imprese considerato nel suo insieme. D'altra parte, nel caso del Regno Unito l'evoluzione del coefficiente pare rispecchiare principalmente le variazioni avvenute nella quota delle attività finanziarie, cosicché l'indebitamento *netto* in rapporto alle immobilizzazioni si situa ora al livello più basso degli ultimi quindici anni.

A causa delle predette differenze fra i paesi considerati e negli indicatori tradizionalmente adottati è difficile trarre conclusioni sicure e di portata generale circa l'adeguatezza dei coefficienti di capitale proprio esistenti. Nondimeno, appare evidente che la quota dei profitti operativi lordi assorbiti dagli esborsi per interessi è cresciuta fortemente, rimanendo alquanto elevata anche dopo il calo dei tassi d'interesse nominali. Questo sviluppo evidenzia il pesante indebitamento delle imprese, nonché la loro esposizione al rischio connesso alle oscillazioni dei tassi d'interesse, e quindi la desiderabilità di un rafforzamento della base di capitale. Inoltre, il raffronto fra i paesi considerati nei grafici indica che il saggio di

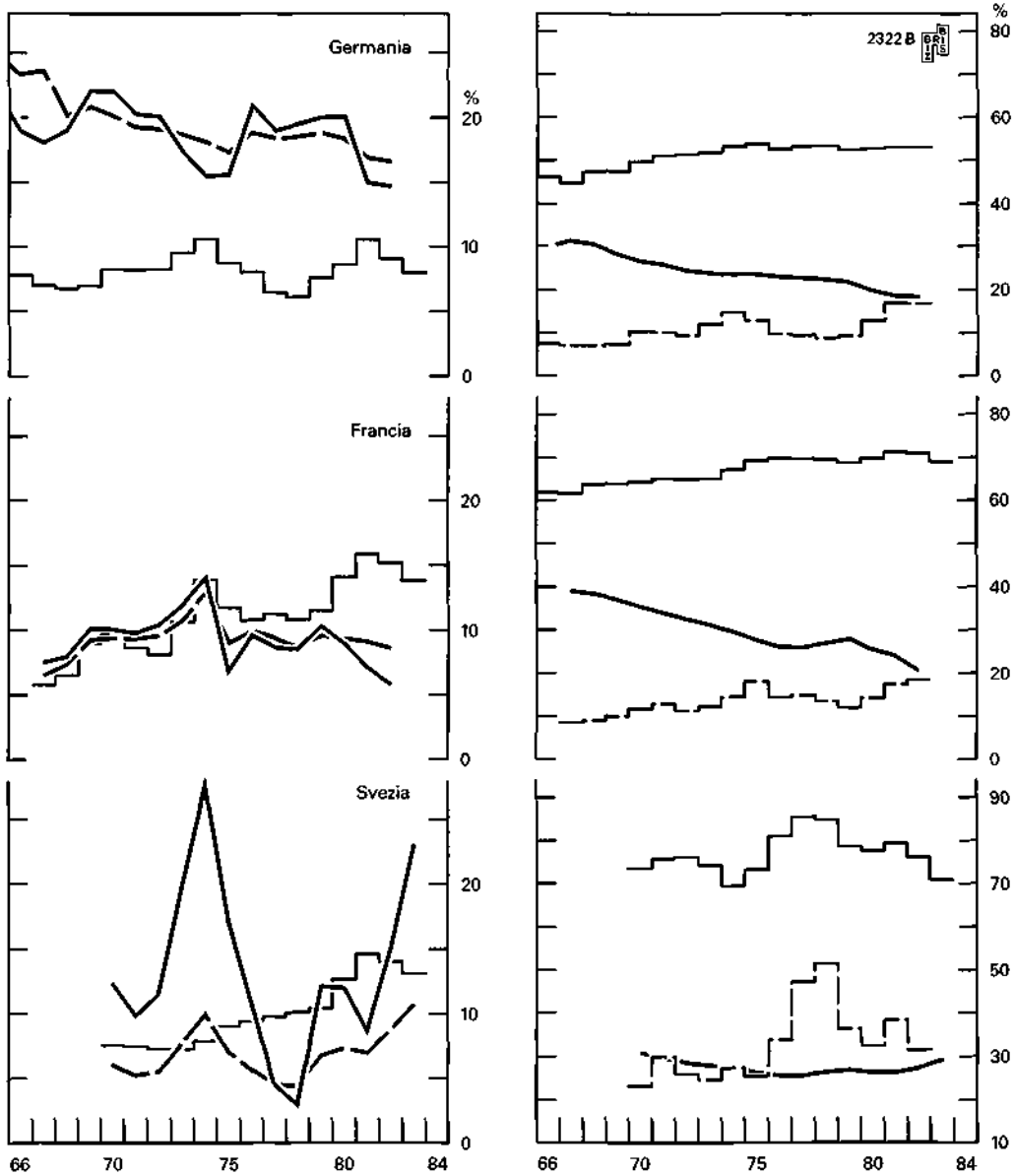
Saggi di rendimento e altri indici finanziari

- saggio di redditività del capitale proprio
- saggio di redditività delle immobilizzazioni
- tasso d'interesse sull'indebitamento

- costo del lavoro in percentuale del valore aggiunto
- interessi passivi netti in percentuale dell'utile operativo lordo
- capitale proprio in percentuale delle attività totali



Saggi di rendimento e altri indici finanziari
(seguito)



Nota: in base ai dati di contabilità nazionale e a studi sulla struttura di bilancio delle società. Il saggio di rendimento delle immobilizzazioni è definito come rapporto percentuale fra profitto operativo netto e capitale fisso. In Svezia il profitto comprende gli interessi attivi ed è rapportato alle attività complessive. Fatta eccezione per gli Stati Uniti ed il Regno Unito, l'ammortamento ed il valore delle immobilizzazioni sono calcolati sulla base dei costi storici. Il saggio di rendimento del capitale proprio è definito come rapporto percentuale fra il profitto netto dedotte le imposte e la base di capitale. Nel Regno Unito e in Svezia il profitto è al lordo delle imposte e nel Regno Unito comprende le sopravvenienze attive di valutazione sulle passività nette. Per gli Stati Uniti la base di capitale è misurata come posta residuale, comprendente le plusvalenze sulle immobilizzazioni. Per i tassi d'interesse sull'indebitamento sono stati considerati i seguenti tassi rappresentativi: tassi sulle obbligazioni del settore industriale per Stati Uniti, Giappone e Svezia; tassi sulle obbligazioni di emittenti nazionali per la Germania; tassi bancari attivi a breve per Francia e Regno Unito.

rendimento del capitale proprio è assai più variabile nei paesi con bassi coefficienti di capitalizzazione, il che implica maggiori incertezze e rischi per le società ad alto rapporto di indebitamento.

Altri indici finanziari. Un altro aspetto della struttura dei bilanci d'impresa che ha destato particolare preoccupazione è dato dal perdurante alto livello dell'indebitamento a breve in rapporto alle passività complessive. Poiché in taluni paesi i collocamenti di titoli del settore pubblico ammontano al 90% o più del totale delle nuove emissioni, il conseguente "spiazzamento" finanziario potrebbe aver impedito un'auspicabile ristrutturazione del debito delle imprese. D'altra parte, a causa delle innovazioni finanziarie — fra le quali il più frequente uso di crediti bancari a medio termine con tassi d'interesse variabili — è cambiata la significatività della distinzione fra indebitamento a breve e a lungo termine. Inoltre, di fronte alle persistenti incertezze circa i tassi d'interesse a lunga, nella maggior parte dei paesi le società hanno mostrato una scarsa tendenza ad accrescere il proprio ricorso al mercato obbligazionario, preferendo invece far affidamento su crediti a breve o medio termine. Infine, come già rilevato, molte imprese hanno rafforzato il loro portafoglio di attività finanziarie, elevando così il rapporto fra attività correnti e passività a breve, pur mantenendo queste ultime ad un livello assai elevato in relazione alle passività complessive.

A causa della difformità delle tendenze è difficile giudicare se la ristrutturazione dei bilanci è proceduta in misura sufficiente a favorire un'accelerazione duratura del ritmo di crescita degli investimenti fissi. Empiricamente si possono tuttavia formulare due conclusioni: anzitutto, parrebbe necessaria una valutazione più estensiva che comprenda l'esame di entrambi i lati dei bilanci d'impresa e la composizione delle attività e passività; in secondo luogo, data la più elevata quota dell'indebitamento e la maggiore diffusione dei crediti a tassi d'interesse di mercato, le decisioni delle società potrebbero essere ora più sensibili che in passato alle fluttuazioni dei tassi d'interesse.

Andamenti per paesi. Un aspetto saliente per quanto riguarda gli Stati Uniti è stato lo scorso anno lo straordinario aumento dei profitti in un contesto di tassi d'inflazione generalmente calanti. Ciò è imputabile non soltanto all'accresciuta produzione, ma anche ai minori costi unitari derivanti dalla più lenta crescita del costo unitario del lavoro, dalla diminuzione degli oneri finanziari e dall'effetto ritardato del più favorevole trattamento fiscale degli ammortamenti introdotto nel 1981. Il forte miglioramento delle posizioni di *cash flow* ed il ricorso ad ampie emissioni azionarie ha ridotto il fabbisogno di credito esterno. Tuttavia, verso la fine dello scorso anno, in presenza di un mercato azionario meno esuberante, le imprese hanno iniziato ad accrescere la loro domanda di credito bancario. Nonostante la forte ripresa, gli esborsi per interessi e per il servizio del debito in rapporto ai profitti lordi al netto delle imposte sono rimasti vicini ai massimi storici, e gli oneri per il servizio dell'indebitamento a breve risultano sensibilmente più elevati che dopo la recessione del 1974-75. Finora vi sono scarse indicazioni che gli alti tassi d'interesse reali abbiano influito negativamente sugli investimenti fissi complessivi delle imprese, e i saggi di redditività potrebbero aumentare ulteriormente in conseguenza degli effetti ritardati dell'"Economic Recovery Act" del 1981. Nondimeno, le imprese sono oggi maggiormente esposte alle variazioni dei tassi d'interesse, ed il livello di questi ultimi in termini nominali e reali continua ad essere un potenziale fattore di preoccupazione.

In *Canada*, paese per il quale sono disponibili dati raffrontabili soltanto dal 1977, la ripresa dei profitti è stata ancora più spettacolare, anche se è partita da un livello fortemente depresso. Nel 1981-82 praticamente tutti gli indici finanziari erano scesi a minimi storici, mentre erano enormemente saliti gli esborsi per il servizio del debito, di riflesso alle posizioni di bilancio fortemente squilibrate. Lo scorso anno si è osservata una vigorosa ripresa dei saggi di rendimento, la quale a sua volta ha condotto ad una crescita delle emissioni azionarie e ad un certo aumento del coefficiente di capitale proprio. Peraltro, considerando i precedenti cali, la presenza di difficoltà strutturali e la perdurante debolezza degli investimenti fissi aziendali, il processo di consolidamento non ha progredito molto.

Un importante fattore di preoccupazione in *Germania* è il calo tendenziale del coefficiente di capitale proprio. I saggi di redditività, benché bassi secondo i parametri storici, reggono favorevolmente il confronto sia con quelli degli altri paesi, sia con i tassi d'interesse nominali. Dopo un decremento di lungo periodo della quota dei profitti, continuato a seguito della seconda ondata di rincari del petrolio, il recupero della redditività è divenuto un obiettivo primario della politica economica. Grazie soprattutto alla moderazione della dinamica salariale, nel 1982 è stato possibile ampliare i margini di profitto, ed i saggi di autofinanziamento sono cresciuti in misura considerevole, anche se in gran parte a causa di una minore spesa per investimenti e di una riduzione delle scorte. Nel corso dell'anno passato, tuttavia, vi è stato sotto molti aspetti un rafforzamento dei bilanci delle società anche se la crescita dei profitti ha subito un rallentamento: in primo luogo, il saggio di autofinanziamento è rimasto a livelli elevati anche dopo che gli investimenti fissi hanno iniziato ad aumentare; in secondo luogo, è stata ulteriormente ridotta la quota delle passività a breve; infine, le imprese hanno accresciuto l'acquisizione di attività finanziarie a lungo termine, lasciando così supporre un ampio miglioramento della loro situazione di liquidità.

In *Francia*, dove parimenti il coefficiente di capitale proprio ha accusato un calo tendenziale, diversi settori sono stati gravati dalla rapida crescita degli oneri per interessi e hanno subito "effetti di leva" negativi. Altri aspetti preoccupanti sono il persistente basso grado di autofinanziamento, nonostante la debolezza degli investimenti reali (la quale potrebbe però in parte esserne anche la conseguenza) e l'insoddisfacente saggio di rendimento del capitale proprio, che nel 1982 si era approssimato ad un minimo storico. I problemi finanziari sono stati acuiti dai vincoli amministrativi sugli aggiustamenti di prezzo, dalla più aspra concorrenza internazionale, dall'aumento delle retribuzioni e degli oneri sociali e dai maggiori prezzi all'importazione delle materie prime. I dati provvisori per il 1983 indicano un certo miglioramento dei profitti e della capacità di autofinanziamento dovuto principalmente ai minori oneri finanziari e ad una più lenta crescita dei costi di produzione.

Dopo ben venti anni di continuo calo, nel *Regno Unito* il saggio di rendimento delle immobilizzazioni ha segnato nel 1982 un'inversione di tendenza, e nel terzo trimestre dello scorso anno era risalito al livello del 7%. Un altro aspetto di rilievo è stato l'ampio ricorso al credito bancario, anche se in presenza di un leggero aumento del finanziamento obbligazionario. Il coefficiente di capitale proprio è rimasto relativamente alto e, come detto in precedenza, ciò si è rispecchiato in un marcato calo del rapporto fra le passività nette e gli immobilizzi.

Uno sviluppo recente è rappresentato dal forte aumento delle esenzioni tributarie non utilizzate in conto ammortamento, dovuto all'effetto combinato di un trattamento fiscale assai favorevole e di profitti bassi o negativi. Questo fatto, se da un lato ha reso meno significativo il saggio di rendimento al netto delle imposte come indicatore della redditività, potrebbe però — date le nuove misure proposte con il bilancio di previsione 1984-85 — fornire altresì uno stimolo alla spesa in investimenti reali.

In Giappone il coefficiente di capitale proprio è sempre stato tradizionalmente molto basso, anche se si è prodotto un certo incremento verso la metà degli anni settanta e nuovamente dopo il secondo shock petrolifero, in reazione ad "effetti di leva" negativi. Il più lento tasso di crescita degli investimenti ha ridotto la domanda complessiva di credito, mentre è cresciuta la proporzione del fabbisogno di finanziamento coperta attraverso il mercato obbligazionario. Un pronunciato aumento del saggio di rendimento delle imprese sulle attività finanziarie pare rispecchiare la disponibilità di una più vasta gamma di strumenti con tassi d'interesse determinati dal mercato ed una gestione più dinamica del portafoglio. Al tempo stesso, questo aumento dei "costi-opportunità" ha contribuito a stabilizzare gli investimenti in scorte ed ha in generale accresciuto la reattività delle imprese alle variazioni dei tassi d'interesse. L'elevata flessibilità dei salari ha ampliato il margine disponibile per migliorare i profitti. Nondimeno, il basso tasso d'inflazione è stato in certa misura ottenuto "a prezzo" di margini di profitto decrescenti, in quanto gli utili per unità di prodotto paiono essere calati del 5% circa dal 1981. Questa tendenza negativa potrebbe essere stata invertita durante il 1983, anche se la quota dei profitti sul valore aggiunto resta tuttora al disotto dei livelli del passato.

I dati per il Belgio, disponibili soltanto per un periodo di cinque anni, confermano che i provvedimenti di stabilizzazione economica del 1982, fra cui la svalutazione del franco, sono riusciti ad accrescere la redditività delle imprese. A giudicare dall'andamento dei profitti lordi aggregati al netto delle imposte (saliti di quasi il 25%) il miglioramento è proseguito anche lo scorso anno. In virtù dei più elevati saggi di rendimento, le imprese sono state in grado di ridurre la quota del debito a breve, mentre il miglioramento del *cash flow*, unitamente a provvedimenti normativi, ha invertito la tendenza decrescente del coefficiente di capitale proprio. Il processo di ristrutturazione dei bilanci pare essersi realizzato in molti settori e la quota complessiva dei profitti è ritornata al livello del 1974. Permangono tuttavia amplissime differenze settoriali, come è messo in risalto dall'avversa situazione nel comparto siderurgico.

In Svezia l'evoluzione della quota dei profitti e dei saggi di rendimento è stata parimenti influenzata in modo significativo dai movimenti del tasso di cambio e dai provvedimenti adottati per moderare la dinamica salariale. Il processo di aggiustamento ha avuto inizio fin dal 1977-78, dopo che il saggio di rendimento del capitale proprio era sceso al 3%, e il tasso sulle obbligazioni aveva iniziato a salire rapidamente. L'introduzione di nuovi strumenti creditizi per finanziare il disavanzo del settore pubblico ha fornito alle imprese una più ampia scelta di attività finanziarie a tassi d'interesse di mercato, e nel 1981 i proventi finanziari si situavano addirittura allo stesso livello dei profitti operativi netti. In pari tempo, per l'effetto combinato della svalutazione del 1982 e della perdurante contenutezza degli incrementi salariali, il saggio di rendimento del capitale proprio al lordo delle

imposte nel settore manifatturiero è salito lo scorso anno a quasi il 25%. Tuttavia, poiché è rimasto elevato il tasso di remunerazione delle attività finanziarie, le imprese hanno impiegato gran parte dei maggiori profitti per effettuare ulteriori acquisti di attività finanziarie. Gli investimenti fissi industriali sono scesi alla metà del livello del 1972, mentre è diminuito il ricorso al credito bancario. Pertanto, sotto certi aspetti la situazione in Svezia è emblematica del problema che si pone in diversi paesi europei, ossia come favorire una solida ripresa degli investimenti fissi in presenza di un ampio disavanzo pubblico associato ad elevati tassi d'interesse e, in alcuni casi, ad un saldo negativo con l'estero.

Sviluppi sui mercati finanziari

L'evoluzione della redditività dianzi descritta ha ovviamente influenzato la domanda complessiva di credito, rispecchiata a grandi linee dalle variazioni del fabbisogno di finanziamento dei settori trattate in precedenza. Tuttavia, per quanto concerne i singoli paesi, un fattore determinante pare chiaramente essere stato lo stadio della ripresa congiunturale. Le variazioni del periodo più recente nell'entità dei flussi creditizi complessivi mostrano una considerevole differenza fra i paesi che si trovano ancora in una fase di aggiustamento finanziario con modesti tassi di crescita, e quelli che hanno guidato la ripresa. Come si può osservare nella tabella seguente, il volume complessivo dei fondi raccolti ha mostrato una tendenza calante in rapporto al PNL nel primo gruppo di paesi, anche se in misura minore in quelli dove i disavanzi del settore pubblico sono rimasti ampi o si sono ulteriormente accresciuti. Nel secondo gruppo, per contro, la domanda complessiva di credito ha iniziato ad aumentare oppure ha cessato di calare. In effetti, l'aumento potrebbe essere stato un po' più marcato che in occasione di precedenti fasi di ripresa, di riflesso alla necessità di finanziare ampi o crescenti disavanzi di bilancio in concomitanza con un rafforzamento della domanda di credito e di attività finanziarie nel settore privato.

Nell'ambito del settore privato, l'indebitamento lordo delle Famiglie in percentuale del PNL è aumentato sensibilmente negli Stati Uniti, in Canada, nel Regno Unito (a partire dal 1982) e, in minor misura, in Germania. I consumatori paiono aver finanziato la loro maggiore spesa in beni durevoli e in abitazioni facendo ricorso all'indebitamento piuttosto che alle loro disponibilità liquide, e nel settore delle imprese la forte riduzione del fabbisogno netto di finanziamento esterno si è accompagnata ad una tendenza ad accumulare attività finanziarie. I rimborsi di passività da parte delle società paiono essere stati relativamente modesti, ad eccezione di Canada, Italia, Belgio e Svezia, dove i tassi d'interesse reali a breve hanno raggiunto livelli molto elevati. Nondimeno, nel 1983 la quota del credito ottenuto dalle imprese sul totale della raccolta di fondi è generalmente diminuita, situandosi a livelli particolarmente bassi nel Regno Unito, in Germania e in Canada. Negli Stati Uniti, per contro, l'indebitamento delle società è aumentato nettamente verso la fine del 1983, a causa dell'accresciuta domanda di crediti bancari già citata; le cifre provvisorie indicano un ulteriore incremento nei primi mesi di quest'anno.

La quota dell'indebitamento pubblico è rimasta elevata, con valori che vanno dal 30% circa nel Regno Unito al 70-75% in Belgio e in Canada. Come in anni passati, una larga parte dei disavanzi del settore pubblico in Belgio e Svezia è stata

Fondi raccolti dai settori interni non finanziari

	1975-76	1980	1981	1982	1983 ¹
	in percentuale del PNL				
Stati Uniti					
Famiglie	4,3	4,4	4,1	2,8	4,9
Imprese (compreso settore agricolo)	4,0	5,3	5,0	4,0	4,6
Amministrazioni pubbliche	5,7	3,8	3,3	6,4	6,7
di cui: Amministrazione centrale	4,8	3,0	3,0	5,2	5,6
Totale	14,0	13,5	12,4	13,2	16,2
Canada					
Famiglie	6,5	4,0	1,7	0,0	3,1
Imprese	4,9	10,1	12,7	3,3	0,4
Amministrazioni pubbliche	7,5	7,5	7,7	10,1	10,4
di cui: Amministrazione centrale	2,2	4,1	3,4	5,0	6,7
Totale	19,0	21,6	22,1	13,4	13,9
Giappone					
Famiglie	5,0	4,4	3,9	3,5	3,7
Imprese	10,8	7,8	8,3	8,6	8,1
Settore pubblico	10,1	10,8	10,4	8,7	9,6
di cui: Amministrazione centrale	5,3	7,0	6,4	5,0	6,6
Totale	25,9	23,0	22,6	20,8	21,4
Germania					
Famiglie (compreso settore edilizio)	3,3	4,9	4,1	3,4	4,2
Imprese	5,0	6,0	6,5	4,9	4,6
Amministrazioni pubbliche	5,2	3,7	4,9	4,3	3,4
Totale	13,6	14,6	15,5	12,6	12,2
Francia					
Famiglie	5,0	4,4	4,4	4,1	4,1
Imprese	7,7	9,2	8,7	7,7	6,7
Amministrazioni pubbliche	4,1	1,7	4,0	5,3	3,7
di cui: Amministrazione centrale	2,3	1,4	2,7	4,3	2,7
Totale	16,8	15,3	17,1	17,1	14,5
Regno Unito					
Famiglie	3,5	4,7	5,6	7,0	6,8
Imprese	3,7	4,3	3,9	3,5	2,6
Amministrazioni pubbliche	8,6	5,3	4,3	2,0	3,9
di cui: Amministrazione centrale	4,3	2,9	3,9	1,5	3,0
Totale	15,8	14,3	13,8	12,5	13,3
Italia					
Famiglie	0,7	1,4	0,9	0,8	0,9
Imprese	12,6	10,6	11,6	8,2	8,2
Amministrazioni pubbliche	21,5	19,6	23,0	21,0	.
di cui: Amministrazione centrale	12,8	13,0	18,3	15,0	.
Totale	34,9	31,5	35,6	29,9	.
Belgio					
Famiglie	3,1	2,5	0,9	0,8	0,4
Imprese	7,6	5,8	6,6	5,4	6,1
Amministrazioni pubbliche	7,0	11,7	16,2	15,5	15,3
di cui: Amministrazione centrale	5,8	9,9	13,7	14,5	13,8
Totale	17,7	20,0	23,7	21,7	21,9
Paesi Bassi					
Famiglie e Imprese	8,5	6,8	4,7	4,1	3,1
Amministrazioni pubbliche	3,8	4,7	7,1	8,6	9,2
di cui: Amministrazione centrale	2,4	4,0	5,4	7,1	8,2
Totale	12,3	11,5	11,8	12,7	12,3
Svezia					
Edilizia residenziale agevolata	4,4 ²	4,2	4,1	3,9	3,4
Resto del settore privato	10,0 ²	7,9	9,5	8,4	8,6
Amministrazioni pubbliche	5,2 ²	10,7	12,0	13,4	11,9
di cui: Amministrazione centrale	5,0 ²	10,5	11,8	13,1	11,9
Totale	19,6 ²	22,9	25,6	25,7	23,9

¹ Dati provvisori. ² 1977.

finanziata mediante l'indebitamento all'estero, e anche in altri paesi l'impatto delle operazioni del settore pubblico potrebbe essere stato inferiore a quanto indicato dalle cifre complessive. Si può notare che negli Stati Uniti è andato calando durante l'anno il ricorso al credito da parte del Tesoro, nonostante il disavanzo netto abbia continuato a crescere, in quanto le autorità hanno approfittato della relativa debolezza della domanda privata di credito per raccogliere maggiori fondi nella prima parte dell'anno. Analogamente, in Germania durante il 1983 le amministrazioni pubbliche si sono avvalse di un allentamento della domanda privata per incrementare il loro ricorso al mercato obbligazionario, sebbene il fabbisogno netto di indebitamento fosse in diminuzione. Nel Regno Unito le autorità hanno continuato a finanziare l'intero fabbisogno del settore pubblico con vendite di titoli ("national savings" oppure "gilts") al di fuori del settore monetario.

L'assetto e la composizione dei flussi finanziari

Il sistema bancario. Le banche svolgono naturalmente un ruolo centrale nel processo di intermediazione finanziaria e nell'attuazione della politica monetaria. Poiché la domanda di credito bancario è ampiamente influenzata dalla situazione economica nel settore privato e dai cambiamenti nella configurazione complessiva dell'indebitamento, la sua variabilità in funzione del ciclo è relativamente grande, molto maggiore di quella del credito totale. Tuttavia, negli ultimi anni tre fattori addizionali hanno avuto un ruolo significativo — seppur diverso da paese a paese — e possono in certa misura aver modificato la reazione del sistema finanziario alle variazioni della domanda di credito. Anzitutto, l'adozione in alcuni paesi di obiettivi in termini di aggregati ha fatto sì che i movimenti del credito bancario tendano a rispecchiare più direttamente le politiche poste in atto e le tecniche di controllo adottate. In secondo luogo, i cambiamenti nel livello e nella composizione del credito bancario complessivo sono stati influenzati dall'ampiezza dei disavanzi del settore pubblico, benché in alcuni paesi questo effetto sia stato attenuato dall'introduzione di nuovi strumenti creditizi miranti ad attrarre fondi dal settore privato non bancario. In terzo luogo, ulteriori iniziative per una "deregolamentazione" dell'attività finanziaria hanno comportato spostamenti nelle aree di concorrenza fra le banche, le altre istituzioni finanziarie e i mercati. In alcuni casi ciò ha permesso alle banche di competere su un piede di maggiore parità con nuove istituzioni sorte per contendere loro una parte del mercato.

In tali circostanze le variazioni fatte registrare dal credito bancario tendono ovviamente a riflettere non soltanto i fattori della domanda e dell'offerta, ma altresì l'influenza delle modifiche istituzionali. Ciò è osservabile nella tabella di pagina 50, che mostra l'andamento del credito bancario nel 1983 e negli anni immediatamente precedenti.

In effetti, fra i quattro paesi in cui vi sono state diminuzioni relativamente grandi del contributo del credito bancario alla crescita degli aggregati monetari ampi, quella registrata nel Canada è stata dovuta principalmente alle sfavorevoli condizioni congiunturali. Anche in Svezia vi è stata una flessione della domanda di credito bancario, dovuta però soprattutto al fatto che le imprese hanno utilizzato parte dei maggiori profitti per il rimborso di debiti. In Francia la minore incidenza del credito bancario è stata il risultato sia di un inasprimento delle politiche, sia di

Variazioni del credito bancario e della quantità di moneta in senso lato¹

Paesi	Anni	Contributo alle variazioni della quantità di moneta in senso lato delle variazioni in:					Variazioni nella quantità di moneta in senso lato ⁶ in percentuale
		credito al settore privato ²	credito al settore pubblico ³	credito totale bancario interno	attività nette sull'estero ⁴	altre poste ⁵	
dicembre-dicembre, in punti percentuali							
Stati Uniti	1980	4,9	0,9	5,8		4,5	10,3
	1981	3,8	0,0	3,8		8,6	12,4
	1982	3,4	0,9	4,3		5,7	10,0
	1983	3,1	2,3	5,4		4,6	10,0
Canada	1980	14,5	- 0,1	14,4	0,0	3,5	17,9
	1981 ⁷	24,7	2,0	26,7	- 2,6	- 8,3	15,8
	1982	0,3	1,1	1,4	1,5	5,1	8,0
	1983	- 6,3	4,1	- 2,2	0,2	5,5	3,5
Giappone	1980	8,0	2,0	10,0	- 1,0	- 1,8	7,2
	1981	9,0	2,9	11,9	- 0,2	- 0,7	11,0
	1982	8,6	1,2	9,8	- 0,6	- 1,3	7,9
	1983	8,4	0,5	8,9	0,5	- 2,1	7,3
Regno Unito	1980	17,9	4,9	22,8	- 0,8	- 2,4	19,6
	1981	17,1	- 0,8	16,3	0,4	- 3,1	13,6
	1982	21,1	- 6,1	15,0	- 2,8	- 1,7	10,5
	1983	14,0	1,0	15,0	- 0,6	- 3,1	11,3
Francia	1980	11,8	- 0,5	11,3	2,0	- 3,5	9,8
	1981	15,1	2,4	17,5	- 0,5	- 5,6	11,4
	1982	14,3	2,1	16,4	- 3,2	- 1,7	11,5
	1983	9,1	3,3	12,4	0,4	- 1,8	11,0
Germania	1980	14,6	3,5	18,1	- 1,5	-10,4	6,2
	1981	11,2	6,7	17,9	2,1	-15,0	5,0
	1982	8,5	4,9	13,4	0,4	- 6,7	7,1
	1983	11,0	2,5	13,5	0,7	- 8,9	5,3
Italia	1980	7,0	12,5	19,5	- 2,1	- 0,1	17,3
	1981	4,5	12,5	17,0	0,4	- 1,5	15,9
	1982	3,8	15,2	19,0	- 0,6	- 1,2	17,2
	1983	4,5	10,9	15,4	0,8	- 1,6	14,6
Belgio	1980	5,0	8,5	13,5	- 1,2	- 8,8	3,5
	1981	4,4	7,7	12,1	-11,5	6,0	6,6
	1982	1,5	11,6	13,1	- 7,4	1,5	7,1
	1983	2,9	15,8	18,7	- 8,7	- 1,9	8,1
Paesi Bassi	1980	17,8	4,2	22,0	- 3,7	-14,5	3,8
	1981	10,1	3,7	13,9	3,8	-12,4	5,3
	1982	5,3	4,0	9,3	3,9	- 5,6	7,6
	1983	6,9	4,7	11,6	2,3	- 3,5	10,4
Svezia	1980	10,8	14,1	24,9	- 2,6	-10,0	12,3
	1981	9,7	15,2	24,9	- 3,2	- 7,8	13,8
	1982	12,3	8,4	20,7	- 2,7	-10,3	7,8
	1983	9,4	7,4	16,8	- 0,2	- 8,5	8,1
Svizzera	1980	10,0	0,0	10,0	0,5	- 6,2	4,3
	1981	8,4	0,4	8,8	- 0,9	- 3,7	4,2
	1982	3,1	0,0	3,1	2,8	- 0,6	5,3
	1983	5,3	0,1	5,4	0,3	0,6	6,3

¹ Basate sui dati nazionali non rettificati che differiscono concettualmente da paese a paese. ² Per Stati Uniti, Canada e Svizzera, soltanto i crediti delle banche commerciali. ³ Per gli Stati Uniti, solo titoli del Tesoro detenuti da banche commerciali; per la Francia, solo l'Amministrazione centrale. ⁴ Per gli Stati Uniti, solo le banche commerciali; per il Canada, passività nette in valuta estera delle banche commerciali verso residenti e non residenti; per la Francia, solo la Banca di Francia; per la Svizzera, solo le riserve ufficiali. ⁵ Compresa passività non monetarie delle banche. ⁶ Per Canada, Francia, Belgio e Paesi Bassi, M₂; per Giappone, M₂ e CD; per Stati Uniti, Germania, Italia, Svezia e Svizzera, M₂; per Regno Unito, M₃ in sterline. ⁷ Dodici mesi terminanti in ottobre.

condizioni congiunturali meno favorevoli; in Italia invece nuovi strumenti creditizi hanno contribuito a finanziare il disavanzo del settore pubblico al di fuori del sistema bancario, mentre il credito erogato dalle banche al settore privato ha subito un rallentamento a causa della debolezza della domanda.

D'altra parte, in quei paesi dove si è avuta una crescita nel contributo del credito bancario, le principali determinanti appaiono costituite da fattori di domanda. Negli Stati Uniti e in Belgio vi è stato un aumento del finanziamento bancario, sia diretto sia indiretto, del disavanzo pubblico, e nei Paesi Bassi e in Svizzera la domanda privata di credito bancario ha costituito il fattore più importante di crescita. Nei restanti paesi l'incidenza del credito bancario è rimasta per lo più invariata dal 1982, anche se nel Regno Unito è cresciuta la quota del credito erogato al settore pubblico, mentre quest'ultima si è contratta in Germania, di riflesso ad ulteriori restrizioni della spesa pubblica e ad un maggiore ricorso al credito non bancario.

E' opportuno aggiungere che in un certo numero di paesi in cui si è rallentata o è rimasta invariata l'espansione del credito interno (Giappone, Regno Unito, Francia, Italia e Svezia), le attività nette sull'estero del sistema bancario sono aumentate maggiormente — oppure hanno segnato un calo minore — rispetto all'anno precedente. Si può altresì notare che in alcuni paesi (Giappone, Germania, Francia, Italia e Belgio) una certa accelerazione nella crescita delle passività non monetarie delle banche ha contribuito a frenare l'espansione della quantità di moneta in senso ampio.

Il sistema finanziario nel suo complesso. Per quanto riguarda la composizione dei flussi finanziari complessivi, un importante sviluppo dello scorso anno è costituito dal risveglio dei mercati azionari. Come si può osservare nella tabella di pagina 52, l'aumento delle emissioni azionarie, indotto da una fortissima ascesa a livello mondiale delle quotazioni, è stato particolarmente marcato negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Tuttavia, le società in Canada, Germania, Francia, Belgio e Svezia, pur riducendo il loro ricorso totale al finanziamento esterno, hanno accresciuto la quota rappresentata dalle emissioni di azioni. Anche se il fattore principale alla base di questa evoluzione appare essere costituito dalle migliorate prospettive per il settore delle imprese, unitamente agli sforzi per ristrutturare i bilanci, ad essa hanno altresì contribuito provvedimenti di natura specifica. In Belgio, Francia e Svezia l'acquisizione di azioni è stata incoraggiata da speciali agevolazioni fiscali. Nei Paesi Bassi, in Francia e in Italia sono state o saranno introdotte modifiche istituzionali, come la creazione di fondi di investimento e di mercati paralleli che permettono un maggiore accesso in particolare alle imprese minori. Nel Regno Unito l'apertura dei fondi comuni di investimento, nonché la forte crescita del mercato dei titoli non quotati ufficialmente pare altresì aver favorito la generale espansione delle emissioni azionarie.

Anche le modifiche istituzionali e le innovazioni finanziarie hanno svolto un ruolo importante nello sviluppare nuovi canali di finanziamento dei disavanzi di bilancio (come si dirà più innanzi) e nel sostenere l'edilizia residenziale. Ad esempio, la più elevata quota del credito ipotecario negli Stati Uniti è stata altresì influenzata dall'offerta di prestiti a tassi d'interesse variabili. Nel Regno Unito è parimenti cresciuta fortemente l'importanza relativa dei prestiti ipotecari, come conseguenza non solo della ripresa dell'edilizia abitativa ma anche della crescente

**Fondi raccolti dai settori interni non finanziari
per tipo di strumento o fonte di provvista**

	1975-76	1980	1981	1982	1983 ¹
	in percentuale del totale dei fondi raccolti				
Stati Uniti					
Crediti e strumenti del mercato aperto	6,4	13,3	26,8	17,1	13,4
Prestiti ipotecari	31,2	37,9	31,3	20,4	31,3
Obbligazioni	52,0	38,3	35,9	56,7	45,7
Azioni	4,5	3,6	- 3,1	2,8	5,3
Altri	5,9	7,0	9,1	3,0	4,3
Canada					
Crediti e prestiti ipotecari	49,6	50,7	53,0	- 6,5	4,7
Obbligazioni e titoli a breve	26,4	39,0	31,2	76,2	75,2
Azioni	2,8	5,9	6,7	8,7	9,2
Altri, compreso indebitamento all'estero	21,2	4,4	9,1	21,6	10,9
Giappone					
Crediti	69,7	60,2	61,3	65,9	64,2
Obbligazioni	28,0	35,8	37,0	30,3	33,5
Azioni	2,6	2,6	3,7	3,7	2,3
Altri, compreso indebitamento all'estero	- 0,3	1,4	- 2,0	0,0	0,0
Germania					
Crediti	65,6	71,9	65,7	57,2	67,5
di cui: prestiti a lungo termine e ipotecari	59,0	48,1	47,6	43,4	55,1
Obbligazioni	10,9	0,8	0,5	18,4	16,1
Azioni	2,9	2,4	1,5	2,2	2,9
Altri, compreso indebitamento all'estero	20,6	24,9	32,4	22,2	13,6
Francia					
Crediti	76,0	75,5	70,0	64,1	62,3
di cui: prestiti a lungo termine e ipotecari	54,7	54,2	44,4	44,3	45,4
Obbligazioni	12,6	9,9	16,0	25,9	26,7
Azioni	6,7	11,3	9,7	5,9	8,7
Altri, compreso indebitamento all'estero	4,7	3,3	4,3	4,1	2,3
Regno Unito					
Crediti	41,2	59,8	60,2	70,3	52,6
di cui: prestiti a lungo termine e ipotecari	23,6	22,7	29,1	43,0	38,2
Obbligazioni	35,2	31,2	27,5	18,4	31,2
Azioni	4,9	2,8	4,8	2,7	4,3
Altri, compreso indebitamento all'estero	18,7	6,2	7,5	8,6	11,9
Italia					
Crediti	54,9	55,8	47,8	42,0	.
di cui: prestiti a lungo termine e ipotecari	21,6	19,0	18,1	18,9	.
Obbligazioni	28,9	23,5	29,9	42,9	.
Azioni	5,5	6,2	7,9	8,8	.
Altri, compreso indebitamento all'estero	10,7	14,4	14,4	6,3	.
Belgio					
Crediti	40,3	25,8	12,8	6,6	4,5
Obbligazioni	45,6	26,1	15,1	34,7	49,3
Azioni	5,3	5,7	5,6	12,1	13,1
Altri, compreso indebitamento all'estero	8,8	42,5	66,4	46,5	33,1
Paesi Bassi					
Crediti	86,0	84,4	78,9	65,7	54,6
Obbligazioni	13,3	14,9	20,9	34,2	43,6
Azioni	0,6	0,7	0,2	0,1	1,8
Svezia					
Crediti	29,7 ²	20,0	9,3	15,5	.
Obbligazioni	28,1 ²	37,8	52,5	43,7	.
Azioni	6,4 ²	5,9	5,4	6,9	8,4
Crediti dell'Amministrazione centrale	7,8 ²	11,7	8,3	8,2	9,7
Altri, compreso indebitamento all'estero	28,1 ²	24,5	24,5	25,6	.

¹ Dati provvisori. ² 1977.

concorrenza fra le banche e le "building societies", nonché di un certo impiego di prestiti ipotecari per finanziare spese correnti.

Un ulteriore aspetto imputabile sia a modifiche del quadro istituzionale, sia a sviluppi settoriali e congiunturali, è costituito dall'evolversi del ruolo del credito fornito al di fuori del sistema bancario. In parte per ragioni di definizione, ma anche a causa di differenze nelle strutture istituzionali e negli sviluppi dei mercati, la quota media del credito non bancario tende ad essere diversa da paese a paese. Inoltre, le variazioni più recenti presentano disparità alquanto ampie fra un paese e l'altro. Come mostra la tabella seguente, negli Stati Uniti la forte crescita della domanda di credito è stata principalmente soddisfatta dalle banche, ed anche in Germania le aziende di credito hanno aumentato la loro quota sul totale dell'offerta di credito. Nel Regno Unito, dove il credito complessivo è cresciuto in rapporto al PNL, la quota del credito bancario è diminuita leggermente, ma ciò sembra attribuibile soprattutto agli sviluppi del primo semestre del 1983, durante il quale le imprese hanno temporaneamente incrementato il loro ricorso al mercato finanziario, impiegando i fondi raccolti per rimborsare prestiti bancari. Il Belgio e i Paesi Bassi hanno fatto registrare i maggiori aumenti della quota del credito bancario, ma nel caso del Belgio ciò non pare sottendere una crescita di fondo della domanda di credito, ma può invece essere imputato ad una contrazione del credito non bancario e ad un ampliamento della quota del disavanzo pubblico finanziata attraverso il sistema bancario interno.

Quota del credito bancario interno sul credito totale¹

	1975-76	1980	1981	1982	1983 ²
	in percentuale				
Stati Uniti	19,8	29,3	21,0	23,7	24,8
Canada	28,2	20,9	38,2	3,7	- 5,4
Giappone	51,5	35,8	43,7	41,4	38,0
Germania	60,8	57,9	55,1	51,8	54,9
Francia	44,4	34,3	46,7	42,1	38,3
Regno Unito	32,7	39,2	31,8	36,2	34,2
Italia . . . . .	.	58,0	41,5	54,6	.
Belgio	30,7	29,2	22,0	25,5	36,6
Paesi Bassi	69,4	58,4	35,6	22,5	30,5
Svezia	45,1 ³	58,4	53,8	46,2	38,5

¹ Per tutti i paesi rappresenta la contropartita "credito bancario interno" all'offerta di moneta in senso lato (cfr. tabella a pagina 50), espressa in percentuale del totale dei fondi raccolti dai settori interni non finanziari. ² Cifre provvisorie. ³ 1977.

Nei restanti paesi riportati in tabella, nel 1983 è aumentata la quota del flusso di credito non intermediato dal sistema bancario, ma anche per questo aspetto le ragioni dell'incremento differiscono da paese a paese. In alcuni casi esso può essere spiegato da una debole domanda delle forme di credito normalmente offerte dalle banche, mentre in altri è attribuibile a provvedimenti diretti a rafforzare il ruolo dei mercati finanziari. In Canada il credito bancario è addirittura diminuito a causa delle sfavorevoli condizioni congiunturali e dei rimborsi di prestiti bancari da parte delle

imprese. Anche in Svezia le imprese hanno effettuato rimborsi di prestiti del settore bancario interno, e nella stessa direzione ha agito lo sforzo delle autorità di finanziare una piú ampia proporzione del disavanzo di bilancio al di fuori del sistema bancario. Quest'ultimo fattore ha parimenti svolto un ruolo importante in Giappone e in Italia, dove si è accresciuto in misura notevole il ricorso al finanziamento non bancario. Infine, in Francia l'espansione della quota dei crediti non bancari può essere attribuita alle varie misure adottate per potenziare la funzione del mercato finanziario nel soddisfare il fabbisogno sia del settore pubblico che di quello privato.

La distinzione fra credito bancario e non bancario non coincide ovviamente con quella fra mercato monetario e creditizio da un lato e mercato finanziario dall'altro. Né ci si può attendere che la scomposizione dei flussi creditizi per ampie categorie di strumenti sia di per sé indicativa degli spostamenti fra credito a breve e a lungo termine. In linea generale essa sembra tuttavia confermare che lo scorso anno è cresciuta d'importanza la raccolta di fondi sotto forma di crediti a piú lunga scadenza, di prestiti ipotecari, di azioni e, in particolare, di titoli emessi dal settore pubblico.

Innovazioni finanziarie

La Relazione Annuale dello scorso anno metteva in evidenza come il processo di innovazione finanziaria eserciti un influsso notevole sul modo in cui le istituzioni finanziarie si provvedono di fondi e, piú in generale, sul processo di intermediazione finanziaria nel settore privato. Le pagine seguenti si propongono di ampliare la trattazione delle innovazioni finanziarie iniziata lo scorso anno, situando in una prospettiva di piú lungo periodo le tecniche innovative adottate per collocare il crescente ammontare di titoli del debito pubblico e per far fronte all'accenuato rischio connesso al tasso d'interesse attraverso la negoziazione di contratti standardizzati a termine.

Debito pubblico

Gli ingenti disavanzi di bilancio emersi a partire dalla metà degli anni settanta hanno condotto a fondamentali cambiamenti – considerabili in un certo senso come innovazioni finanziarie indotte dall'operatore pubblico – nell'assorbimento degli strumenti finanziari, nelle sfere istituzionali d'attività e nell'importanza dei tassi d'interesse determinati dal mercato. In particolare, la forte crescita delle emissioni di titoli del debito pubblico ha comportato importanti aggiustamenti nel settore finanziario in quei paesi – come Italia, Spagna e Svezia – dove, per favorire il collocamento del debito pubblico, ci si era basati su forme di controllo amministrativo sugli impieghi degli intermediari finanziari, come i vincoli di portafoglio ed i massimali sul credito al settore privato. Frequente era stato il ricorso a progressivi innalzamenti degli obblighi di investimento in titoli di Stato o altri settori prioritari, nell'intento di contenere i costi dell'indebitamento dello Stato e dei settori qualificati come prioritari.

Gli oneri addizionali dell'obbligo di investimento in titoli pubblici, congiuntamente agli sforzi degli intermediari finanziari per traslare tali costi sulla

clientela, hanno agito da stimolo all'introduzione ed al più largo impiego di strumenti finanziari alternativi meno convenzionali. Questo allontanamento delle transazioni finanziarie degli operatori economici dai tradizionali canali interni, in direzione di alternative "libere", fra cui il mercato eurovalutario, ha costituito una risposta di grande portata ai crescenti costi impliciti connessi all'uso dei consueti mercati finanziari nazionali. Per le autorità monetarie, tali adattamenti nelle tecniche finanziarie (in termini sia di nuovi strumenti sia di nuove istituzioni) hanno reso più difficile la misurazione, la definizione e l'interpretazione del comportamento degli aggregati creditizi e monetari.

Le difficoltà sempre maggiori nell'impiego di tecniche non di mercato per collocare all'interno il debito pubblico (come ad esempio quelle sorte in Giappone fra il governo e le banche partecipanti ai sindacati di collocamento) e la crescente preoccupazione circa le conseguenze immediate e future sul tasso di cambio di un eccessivo ricorso all'indebitamento all'estero, hanno condotto ad una revisione delle politiche di gestione del debito sull'interno. Con il nuovo tipo di approccio viene assegnata agli operatori di mercato una maggiore responsabilità nella formulazione del "prezzo" e nell'allocazione del debito. A sua volta l'accettazione di tecniche di gestione del debito pubblico maggiormente basate sul mercato è stata integrata in alcuni paesi da iniziative tese a razionalizzare la regolamentazione del settore finanziario mediante l'abolizione degli obblighi di investimento, dei massimali sui tassi d'interesse e delle restrizioni poste alla trattazione dei titoli sul mercato secondario. Tre recenti esempi di un tale allentamento dei controlli sui mercati creditizi si sono avuti in Giappone, dove dal giugno 1984 le banche saranno autorizzate a vendere alla propria clientela titoli di Stato di non nuova emissione; in Italia, dove dal giugno 1983 è stata abbandonata la prassi di fissare i massimali all'espansione del credito bancario; e in Svezia, dove agli inizi del 1984 vi è stata l'introduzione di aste per il collocamento di titoli di Stato.

I responsabili della gestione del debito pubblico si sono in genere adeguati all'esigenza di assecondare le più incerte aspettative del mercato mediante un maggiore ricorso alla gamma di scadenze più brevi nell'offerta di titoli. In diversi paesi tuttavia, a sfavore dell'emissione di titoli del Tesoro a breve hanno pesato considerazioni di politica monetaria. Ciò vale ad esempio per i Paesi Bassi, dove il controllo monetario esercitato dalle autorità si basa su aggregati ampi in termini di offerta di moneta o di liquidità. Questi vincoli alla gestione del debito pubblico rispecchiano la tesi che l'emissione pubblica di titoli del Tesoro a breve intralcerebbe inutilmente la condotta della politica monetaria e ne renderebbe probabilmente più difficile l'attuazione. Un secondo argomento avanzato dalle autorità monetarie contro l'emissione di titoli a breve del Tesoro è stato il bisogno di limitare l'attrattiva degli sbocchi di investimento a breve termine per contrastare l'evoluzione della propria moneta come strumento di investimento internazionale. Per contro, lo sviluppo di un mercato interno dei titoli a breve del Tesoro è stato incoraggiato dalle autorità monetarie di alcuni altri paesi. Il sostegno da esse fornito a tale evoluzione ha rispecchiato l'obiettivo dichiarato di orientarsi verso sistemi di controllo monetario che si avvalgano dell'intera gamma di scadenze per l'allocazione del debito pubblico e per una determinazione dei tassi d'interesse da parte del mercato.

Gli ampi fabbisogni di finanziamento del settore pubblico hanno peraltro facilitato il raggiungimento di obiettivi secondari di politica finanziaria che

altrimenti non avrebbero potuto essere attivamente perseguiti. Ad esempio, in Germania è stato introdotto un nuovo strumento del debito pubblico a taglio minimo ridotto al fine di migliorare il livello generale del rendimento reale del risparmio finanziario delle Famiglie. Queste obbligazioni federali speciali con scadenza quinquennale (*Bundesobligationen*) emesse per la prima volta nel 1979, alla fine del 1983 costituivano già il 14% del debito in essere dell'Amministrazione federale. L'attrattiva di questi titoli presso le Famiglie è dovuta al fatto che, diversamente dai depositi a risparmio, essi offrono un tasso d'interesse collegato al mercato. I tradizionali depositi a risparmio hanno reagito alla sfida concorrenziale portata da questa innovazione finanziaria del settore pubblico migliorando le condizioni offerte sui depositi personali.

Rischio connesso alla variabilità dei tassi d'interesse

L'accresciuta instabilità dei tassi d'interesse negli ultimi anni ha reso gli operatori economici più sensibili al rischio economico connesso alle posizioni finanziarie, come ad esempio quello derivante dal più diffuso impiego di prestiti bancari a tasso variabile. Al fine di permettere agli operatori economici di cautelarsi da tale tipo di alea sono state sviluppate nuove tecniche che consentono di trasferire il rischio connesso al tasso di cambio e al tasso d'interesse sui soggetti più disposti (o più atti) a sopportarlo. A questo proposito la più importante innovazione finanziaria è stata la creazione di borse valori per la negoziazione di contratti a termine standardizzati (*futures*) sui tassi d'interesse e sui tassi di cambio. I paragrafi che seguono tratteranno in particolare della negoziazione di tali contratti a termine sui tassi d'interesse.

Struttura dei mercati a termine in strumenti finanziari standardizzati. Un contratto standardizzato a termine sui tassi d'interesse è un negozio-tipo fra un compratore ed un venditore per la consegna di una determinata unità di negoziazione di uno specifico strumento finanziario (come un deposito di 1 milione di eurodollari a 3 mesi) ad una data futura e ad un prezzo predeterminato. Tutte le negoziazioni di siffatti contratti a termine devono essere eseguite nel recinto di una borsa valori in cui tutti i prezzi delle transazioni sono resi istantaneamente disponibili a tutti gli altri operatori del mercato. Il metodo di contrattazione è quello noto come "negoziazione alle grida".

Un'importante caratteristica di tale mercato è che sebbene ogni contratto comporti un compratore e un venditore, non sussiste un'obbligazione reciproca diretta, bensì verso la stanza di compensazione della borsa, la quale garantisce l'esecuzione di tutte le negoziazioni effettuate nella borsa stessa. Ciò si differenzia nettamente da quanto avviene nei mercati "fuori-borsa", come il mercato monetario interbancario internazionale, dove non vi sono meccanismi di consorzio dei rischi di credito.

La credibilità delle garanzie di esecuzione delle stanze di compensazione poggia sul sistema dei margini di copertura imposti agli operatori del mercato dei *futures*. In tale tipo di contrattazione sia il compratore sia il venditore devono costituire un margine avente la funzione di assorbire i movimenti giornalieri sfavorevoli nella quotazione delle posizioni a termine in essere. L'apposito conto

intestato a ciascun operatore è aggiustato quotidianamente in base ai guadagni o alle perdite e, prima dell'inizio della successiva seduta, su ogni conto vengono prelevati o versati i fondi necessari a realizzare il processo di regolamento del giorno.

Incidenza potenziale. Al fine di comprendere la capacità dei contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse di influire sui sistemi finanziari occorre dapprima esaminare le proprietà economiche di tali operazioni. Esse possono: 1) fungere da sostituto alle transazioni (a pronti) in strumenti monetari e titoli; 2) modificare le relazioni fra le misure della ricchezza aggregata e i tassi d'interesse; 3) isolare gli operatori economici dalle variazioni dei costi-opportunità connesse ai movimenti dei tassi d'interesse; 4) influire sull'efficienza dei sottostanti mercati delle transazioni per contanti.

In primo luogo, per i titoli fruttiferi d'interesse, non vi è contratto standardizzato a termine le cui caratteristiche economiche non trovino riscontro nei mercati a pronti. Il ricorso ai mercati dei *financial futures* trova spiegazione nel fatto che essi offrono più bassi costi di negoziazione trattandosi di contratti-tipo. Le borse presso le quali si effettuano tali operazioni organizzano la trattazione dei contratti su uno specifico strumento finanziario, come il deposito in eurodollari a 3 mesi, soltanto se il connesso impiego di risorse reali appare giustificato dal volume previsto di operazioni in quel medesimo strumento. Un corollario di questa esigenza è il numero limitato dei contratti standardizzati oggetto di negoziazione poiché la loro proliferazione tende ad accrescere i costi operativi. In effetti, esiste al presente soltanto una decina di contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse attivamente trattati. Inoltre, per ciascuno di questi contratti, il numero delle date di scadenza è limitato ad un massimo di quattro per anno, e il termine di futura consegna non oltrepassa in alcun caso i tre anni. Pertanto i mercati in parola hanno soltanto una capacità limitata di coprire le specifiche esposizioni in termini di tasso d'interesse dei singoli operatori economici. Si prenda ad esempio il mutuatario di un prestito con tasso variabile basato sul LIBOR a 3 mesi. Le indicazioni disponibili fanno ritenere che per tale operatore l'efficacia, in termini di copertura del rischio, della vendita di un contratto standardizzato a termine in eurodollari è correlata negativamente all'intervallo temporale che intercorre fra la data di ridefinizione del tasso del prestito ed il successivo termine di esecuzione del contratto standardizzato in eurodollari.

In secondo luogo, l'esistenza di un mercato dei contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse non può influire sulla ricchezza aggregata. Soltanto i singoli operatori economici possono modificare la relazione fra la valutazione delle loro attività finanziarie e i tassi d'interesse attraverso la negoziazione di tali contratti. Il risultato di queste operazioni non può che essere una riallocazione dei rischi connessi al tasso d'interesse fra gli operatori economici.

In terzo luogo, la copertura di questi rischi attraverso la negoziazione dei contratti standardizzati a termine non scherma i partecipanti dalle variazioni dei tassi d'interesse una volta che esse si sono prodotte. Per illustrare questa proposizione valga l'esempio di un'impresa che mantiene una certa dotazione di scorte finanziata mediante un prestito bancario a tasso variabile. Attraverso la vendita a termine di un contratto standardizzato l'azienda copre i costi finanziari del magazzino contro un eventuale aumento del tasso applicato al credito bancario. Si supponga che tale aumento abbia effettivamente luogo. Il guadagno sulla posizione a termine dovrebbe

consentire all'impresa di finanziare l'attuale dotazione di scorte come se il tasso d'interesse fosse rimasto invariato. Tuttavia, un'azienda che operi in funzione della massimizzazione del profitto tenderebbe comunque a ridurre il livello delle giacenze programmato per il futuro in risposta agli accresciuti oneri finanziari dell'investimento in scorte.

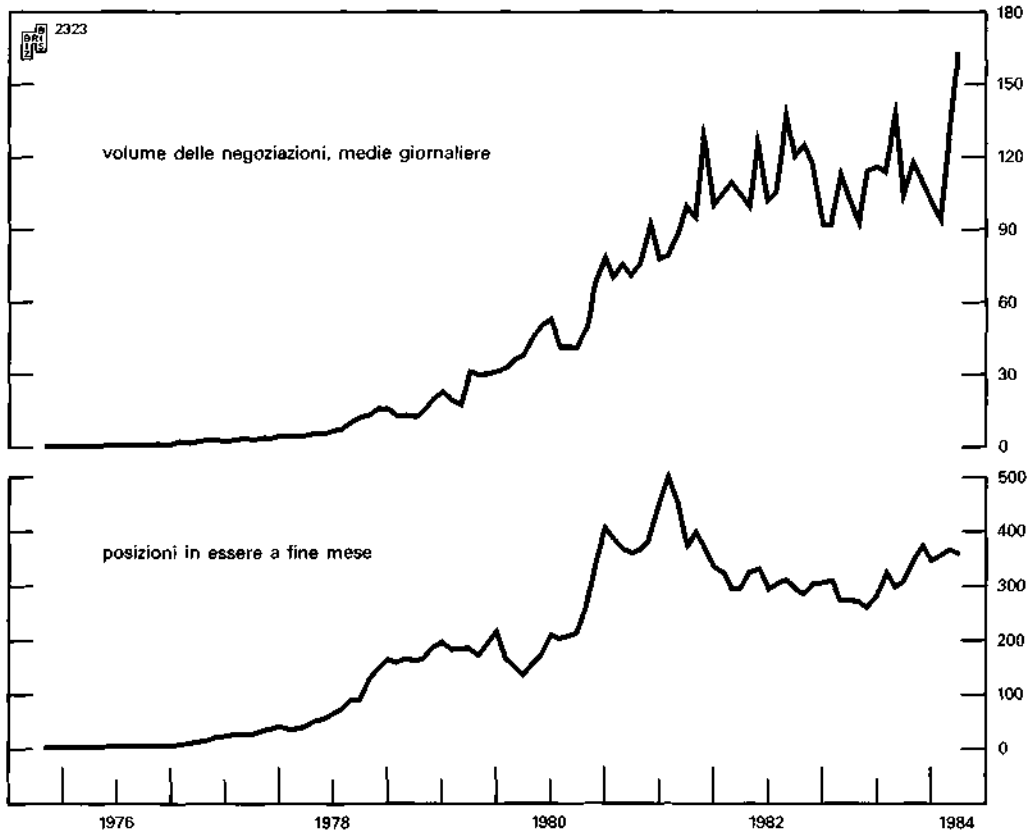
Infine, l'andamento dei mercati a pronti degli strumenti finanziari può essere influenzato dall'introduzione dei contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse. Studi empirici su questa forma di contratti hanno dato come risultato che essi hanno in media contribuito a stabilizzare le quotazioni del mercato a pronti, oppure non hanno esercitato effetto alcuno su tale stabilità. Inoltre è stato riscontrato che le variazioni di prezzo dei contratti standardizzati a termine in strumenti del mercato dell'eurodollaro e del mercato monetario interno degli Stati Uniti presentano una corrispondenza temporale non rilevabile per le variazioni di prezzo nei mercati sottostanti. Ciò fa ritenere che l'istituzione dei mercati dei *futures* in questi strumenti del mercato monetario potrebbe aver rafforzato ulteriormente l'integrazione fra il mercato monetario interno USA e quello dell'eurodollaro.

Lo sviluppo dei contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse

I contratti standardizzati a termine in strumenti finanziari denominati in dollari USA furono introdotti nelle due borse merci di Chicago verso la metà degli anni settanta. Le quantità trattate in queste borse aumentarono soltanto in misura modesta fin verso la fine del decennio. Da allora il volume delle negoziazioni giornaliera è balzato da meno di 20.000 a più di 160.000 contratti, per un valore facciale complessivo di oltre \$ 40 miliardi. E' tuttavia interessante notare che il totale delle posizioni a termine sui tassi d'interesse (numero di contratti in essere) non ha mostrato una tendenza ascendente altrettanto forte. Di fatto, alla fine del primo trimestre 1984 il totale delle posizioni a termine in essere era di oltre il 25% inferiore al massimo di metà 1981. Questa diminuzione è dovuta ad un calo di proporzioni ancora maggiori nelle posizioni in essere nel segmento a lungo termine, e pertanto rispecchia assai probabilmente la ridotta divergenza di opinioni fra gli operatori economici circa i movimenti attesi dei tassi d'interesse a lungo termine sul dollaro USA.

Al di fuori di Chicago, negli Stati Uniti i mercati dei contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse non hanno avuto successo. In particolare, il "Futures Exchange" di New York, aperto nel 1980 non è riuscito a suscitare l'interesse degli operatori su nessuno dei quattro contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse che vi sono trattati. Per contro, la negoziazione di contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse in strumenti finanziari denominati in dollari USA e in sterline pare essersi bene affermata nell'International Financial Futures Exchange di Londra (LIFFE), di recente istituzione (1982). Tali tipi di contrattazioni sono stati parimenti organizzati nelle rispettive borse nazionali per taluni strumenti finanziari in dollari australiani e canadesi. Un'ulteriore espansione dei *futures* su strumenti in eurodollari, comprendente un sistema di compensazione reciproca con una delle borse di Chicago, è prevista per la metà del 1984 con l'apertura dell'International Monetary Exchange di Singapore.

Volume delle negoziazioni di contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse*
 Numero dei contratti, in migliaia



* Totale dei sei tipi di contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse trattati presso il Board of Trade e l'International Monetary Market di Chicago.

Partecipazione delle banche commerciali al mercato dei contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse degli Stati Uniti

Tipi di contratto	Banche con sede negli USA	Banche con sede al di fuori degli USA	Totale
	Numero delle banche con posizioni in essere nel 1983 ¹		
A breve termine			
Depositi in eurodollari	33	34	67
Buoni del Tesoro USA	40	20	60
CD del mercato interno USA	34	11	45
A lungo termine			
Obbligazioni del Tesoro USA	35	19	54
GNMA ²	19	1	20
Certificati (Notes) del Tesoro USA	24	4	28
Uno o piú dei contratti predetti	64	47	111

¹ In base ai dati sulle posizioni in essere degli operatori al di sopra dei livelli minimi di segnalazione per ciascun tipo di contratto. ² Government National Mortgage Association, ente che autorizza l'emissione di titoli assistiti da ipoteca con rimborso del capitale e pagamento degli interessi garantiti dal governo USA.

Partecipazione delle banche. Le banche partecipano ora in modo attivo al mercato dei contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse, anzitutto per coprire le loro stesse posizioni in titoli del mercato monetario e finanziario, e secondariamente per conto della clientela. Il grado di internazionalizzazione di questo tipo di operazioni è messo in evidenza dalla partecipazione segnalata di quarantasette banche con sede non negli Stati Uniti, emananti da quindici paesi diversi.

I dati sulle posizioni in essere riportati nella tabella seguente fanno ritenere che sia le banche con sede negli Stati Uniti, sia quelle di altri paesi fanno ricorso ai contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse in connessione con la loro attività sul mercato monetario dell'eurodollaro. Si ritiene che le ingenti posizioni a termine in acquisto (acquisizione di *futures* in eurodollari) delle banche non di emanazione USA, per un valore facciale pari a \$22 miliardi alla fine del primo trimestre 1984, siano attribuibili principalmente alle banche che scelgono di coprirsi in tal modo dal rischio connesso ai depositi a termine in eurodollari ricevuti dalla clientela anziché mediante operazioni interbancarie. La partecipazione delle banche con sede negli USA nei tre tipi di contratto sui tassi d'interesse a lungo termine rispecchia la loro forte presenza come operatori dei mercati americani dei titoli del Tesoro.

Distribuzione delle posizioni in essere per contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse negli USA; fine primo trimestre 1984

Tipi di contratto	Valore facciale complessivo delle posizioni in essere	Distribuzione delle posizioni in essere ¹					
		in acquisto			in vendita		
		banche commerciali con sede negli USA	banche commerciali con sede al di fuori degli USA	altri operatori	banche commerciali con sede negli USA	banche commerciali con sede al di fuori degli USA	altri operatori
in miliardi di dollari	in percentuale sul totale						
Depositi in eurodollari	62,0	28	36	36	14	1	85
Buoni del Tesoro USA	48,8	10	1	89	9	1	90
CD del mercato interno USA	31,0	19	2	79	16	1	83
Obbligazioni del Tesoro	15,8	7	0	93	9	0	91
GNMA ²	3,7	2	0	98	5	0	95
Certificati (Notes) del Tesoro USA	2,2	13	0	87	7	0	93

¹ In base ai dati sulle posizioni in essere di operatori al di sopra dei livelli di segnalazione per ciascun tipo di contratto.
² Government National Mortgage Association, ente che autorizza l'emissione di titoli assistiti da ipoteca con rimborso del capitale e pagamento degli interessi garantiti dal governo USA.

Nel complesso, sia le banche con sede negli USA, sia quelle di altri paesi hanno trovato sempre più attrattivo l'impiego di posizioni in *futures* come alternativa a quelle sul mercato interbancario per la copertura del rischio connesso al tasso d'interesse. Anzitutto, sono diminuite le commissioni ed è migliorata la liquidità sui mercati dei *futures*. In secondo luogo, le posizioni in questo tipo di operazioni non trovano espressione nei bilanci delle banche. Esse tendono ad allentare i vincoli all'adeguamento delle posizioni dovuti alle restrizioni poste sia dal mercato sia dalle autorità sul rapporto di indebitamento. Per alcuni osservatori

questo trattamento preferenziale di cui godono le posizioni per contratti standardizzati a termine rispetto alle operazioni interbancarie è giustificato dal minore rischio di credito connesso alle procedure di regolamento giornaliero delle borse organizzate dove si negoziano tali contratti.

Ulteriore espansione. Le maggiori borse valori in Germania, Giappone e Svizzera hanno esplorato la possibilità di dare avvio alla trattazione di contratti standardizzati a termine su strumenti finanziari denominati nelle rispettive monete nazionali. I contratti standardizzati diretti a termine sui tassi d'interesse si porrebbero in concorrenza, oltre che con altri strumenti alternativi per la gestione del rischio d'interesse in queste tre monete, anche con la negoziazione combinata di *futures* sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse nelle borse già affermate di Chicago e di Londra. I potenziali organizzatori di queste borse sono consapevoli del fatto che l'impegno finanziario richiesto è soggetto a un forte rischio, tenuto conto che la potenziale domanda degli operatori economici di specifiche tecniche di gestione dell'esposizione finanziaria deve essere tale da giustificare i costi d'impianto e di mantenimento dei mercati dei *futures*. In particolare sussistono dubbi circa la necessità di tali mercati e circa la loro possibilità di successo nei paesi in cui i tassi d'interesse mostrano tradizionalmente un andamento stabile. D'altra parte si sostiene che anche in questi paesi è considerevolmente cresciuta negli ultimi anni la sensibilità ai rischi connessi al tasso d'interesse. Inoltre, in Giappone, l'introduzione di contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse potrebbe influire positivamente sul funzionamento del mercato dei titoli di Stato.

Problemi di politica economica posti dai mercati dei "futures"

La comparsa di mercati per la trattazione a termine di strumenti finanziari standardizzati ha dato luogo a un certo numero di problemi di politica economica. Anzitutto, l'effetto che tali operazioni possono esercitare sul funzionamento dei meccanismi di trasmissione degli impulsi monetari; in secondo luogo, il loro impatto sulla solidità dei sistemi finanziari; infine, le ripercussioni sul funzionamento globale dei mercati finanziari.

Politica monetaria. L'allargamento della partecipazione ai suddetti mercati a termine e del numero dei contratti standardizzati potrebbe ripercuotersi in misura significativa — come è avvenuto per altre innovazioni finanziarie — sulla definizione e misurazione dei vari aggregati ampi creditizi e monetari. Si sostiene altresì che la disponibilità dei contratti standardizzati a termine sui tassi d'interesse potrebbe consentire ai settori economici tradizionalmente sensibili ai movimenti dei tassi d'interesse di isolarsi dalle fluttuazioni di questi ultimi, riducendo così l'incidenza complessiva della politica monetaria. Tuttavia, come già si è fatto notare, questa argomentazione ha scarso fondamento poiché i contratti in questione non alterano i costi-opportunità di differenti attività.

Solidità dei sistemi finanziari. I contratti standardizzati a termine riducono il costo dell'assunzione di posizioni, ma la loro disponibilità non influenza le scelte dell'operatore economico a favore sia di un maggiore sia di un minore rischio in termine di tassi d'interesse. L'introduzione dei *futures* sui tassi d'interesse ha dato adito a timori circa l'adeguatezza dei modi in cui l'esposizione al rischio di tasso d'interesse è espressa nelle situazioni contabili. In particolare, le autorità di vigilanza

bancaria stanno attualmente affrontando il problema di come tener conto della posizione in essere di una banca per contratti standardizzati a termine nel valutare la sua esposizione alle variazioni dei tassi d'interesse.

Efficienza complessiva dei mercati finanziari. Nella misura in cui i mercati dei *financial futures* contribuiscono a ridurre le risorse devolute alla gestione del rischio di tasso d'interesse, l'impiego di tali strumenti abbassa i costi operativi dei mercati finanziari. L'accettazione dell'assunto che essi migliorano l'efficienza dei mercati finanziari ha portato a raccomandare l'abolizione di varie restrizioni legali e amministrative all'impiego di questo tipo di contratti, come quelle imposte negli Stati Uniti dalle istituzioni locali di vigilanza alle società assicuratrici. D'altro canto, si è sostenuto che l'accettazione da parte di enti pubblici di tali tecniche di gestione del rischio avrebbe l'effetto di allentare la pressione sulle autorità monetarie e fiscali affinché perseguano esse stesse politiche appropriate.

IV. LA POLITICA MONETARIA E I TASSI D'INTERESSE

Aspetti salienti

Lo scorso anno gli sviluppi in campo monetario hanno continuato ad essere condizionati dalle strategie a medio termine tese a moderare ed a stabilizzare l'inflazione e le aspettative inflazionistiche. Tuttavia, per ragioni diverse — il precedente calo dell'inflazione e dei tassi d'interesse, il perdurante processo di innovazione finanziaria ed i movimenti internazionali di fondi — in alcuni paesi il corso di tali sviluppi e la dinamica degli aggregati monetari risultano difficili da interpretare. Negli Stati Uniti gli aggregati-chiave sono aumentati rapidamente nell'ultima parte del 1982 e agli inizi del 1983, sotto l'influsso di un marcato rallentamento dell'inflazione, del manifestarsi di una forte domanda di saldi liquidi per fini precauzionali e dell'introduzione di importanti nuovi strumenti finanziari. Le autorità monetarie hanno tuttavia cercato di tenere in debito conto questi cambiamenti, e dalla metà dell'anno è parsa ristabilirsi una più stabile relazione fra la quantità di moneta e l'attività economica. Nel primo semestre del 1983 anche taluni altri paesi hanno fatto registrare elevati tassi di espansione monetaria, ma questi sono attribuibili principalmente a fattori di perturbazione aventi natura transitoria.

Negli Stati Uniti la domanda privata di credito si è rafforzata dopo la metà dell'anno, ma l'espansione dei principali aggregati monetari ha segnato un rallentamento sotto l'influsso di un ritorno di fiducia dei consumatori e delle imprese e di una correzione dell'orientamento di politica monetaria. Nei primi mesi del 1984, poiché la ripresa non dava segni di indebolimento e data la presenza di crescenti tensioni sul mercato, le autorità monetarie hanno dovuto prendere in considerazione il rischio di una nuova accelerazione dell'inflazione. In alcuni altri paesi maggiori i tassi di espansione monetaria sono parimenti calati nell'ultima parte del 1983, e in linea generale gli obiettivi fissati per il 1984 sono orientati al mantenimento di un ritmo di crescita della moneta alquanto moderato.

Negli Stati Uniti vi è stato durante lo scorso anno un aumento dei tassi d'interesse sia a breve sia a lungo termine. In molti centri di mercato europei e in Canada i tassi d'interesse a breve hanno cessato di calare nella primavera 1983, e da allora hanno nel complesso mostrato modeste variazioni. Tuttavia, benché in Europa le forze espansive siano rimaste alquanto sommesse, i rendimenti obbligazionari hanno iniziato ad aumentare al passo con i tassi d'interesse americani mentre il dollaro si andava rafforzando. In Giappone i tassi d'interesse hanno segnato un calo nell'insieme del 1983, ma la limitata misura di tale flessione rispecchia le considerazioni di tassi di cambio che le autorità hanno dovuto tener presenti nel formulare la politica monetaria. Agli inizi del 1984, in presenza di un indebolimento del dollaro, i tassi d'interesse sono ulteriormente aumentati negli Stati Uniti, mentre hanno registrato flessioni in alcuni altri paesi. Nella primavera, tuttavia, i più alti tassi d'interesse negli Stati Uniti hanno contribuito a rafforzare il dollaro, ed i tassi d'interesse sono saliti anche nel Regno Unito e in Canada.

La sostenutezza dei tassi d'interesse nominali in concomitanza di tassi d'inflazione calanti ha fatto sì che durante il 1983 in molti paesi siano ulteriormente cresciuti i tassi d'interesse in termini reali. Negli Stati Uniti, dove l'aumento sembra essere stato particolarmente sensibile, quest'ultimo ha rispecchiato fra l'altro l'enorme fabbisogno di finanziamento, attuale e prospettico, dell'Amministrazione federale, nonché la ripresa della domanda di credito del settore privato connessa al crescente dinamismo dell'attività economica. In presenza dello stimolo alla domanda proveniente dalla politica fiscale, gli elevati tassi d'interesse reali non hanno impedito un risveglio degli investimenti privati, ma hanno agito nel senso di attrarre ingenti flussi di fondi, contribuendo così alla sostenutezza del dollaro e, quindi, al crescente squilibrio della bilancia dei pagamenti correnti degli Stati Uniti. In altri paesi maggiori i disavanzi strutturali di bilancio sono stati ridotti nell'intento di preparare la via ad una ripresa dell'investimento privato e della crescita economica. In condizioni più normali una tale politica di restrizione avrebbe contribuito ad abbassare i tassi d'interesse reali in Europa e in Giappone. In alcuni paesi essi sono invece rimasti alquanto alti per l'influsso dei tassi negli Stati Uniti e sui mercati internazionali, contribuendo a mantenere bassa la quota degli investimenti fissi.

Evoluzione dell'offerta di moneta e delle politiche orientate al controllo degli aggregati

Anche lo scorso anno l'andamento degli aggregati monetari è stato influenzato da una serie di fattori permanenti, transitori e puramente accidentali. Al tempo stesso le strategie di controllo degli aggregati monetari non hanno perso di vista il loro orientamento a medio termine. Siano essi pubblicati anticipatamente in una prospettiva pluriennale oppure di anno in anno, gli obiettivi esprimono l'intento di evitare che la politica diverga in modo sistematico o per lunghi periodi rispetto ad una linea direttrice coerente. In nessun paese la gestione della moneta si prefigge al presente uno stretto controllo degli aggregati nell'arco di periodi inferiori a più mesi o trimestri. Allorché l'evoluzione delle grandezze monetarie pare divergere dall'itinerario di obiettivo, le autorità devono tuttavia valutare se l'obiettivo originario è ancora appropriato oppure se è necessario un cambiamento nell'impostazione degli strumenti di politica monetaria. E' possibile che debbano essere presi in considerazione diversi tipi di indicatori per individuare la risposta appropriata. Lo scorso anno la natura delle perturbazioni è stata differente a seconda dei paesi. Nella maggior parte dei casi esse si sono rivelate soltanto di carattere transitorio, anche se negli Stati Uniti l'effetto sulla domanda di moneta dell'allentarsi delle aspettative inflazionistiche è sembrato giustificare una traslazione verso l'alto del livello della quantità di moneta. Nel complesso si poteva ragionevolmente sperare che le difficoltà si sarebbero dimostrate superabili, e che l'approccio basato sulla fissazione di obiettivi, subordinato ad un'attenta interpretazione dei fattori sottostanti, avrebbe conservato in futuro la sua utilità.

Durante la maggior parte del primo semestre dello scorso anno i principali aggregati monetari di molti paesi industriali hanno mostrato di crescere ad un ritmo alquanto rapido rispetto agli obiettivi fissati dalle autorità per il 1983. Così come negli Stati Uniti anche in altri casi ciò sembra fosse dovuto agli effetti della disinflazione sulle aspettative inflazionistiche e sulla propensione a detenere saldi liquidi. Nell'interpretare questi andamenti vanno tuttavia considerate importanti

differenze. In particolare, negli Stati Uniti e nel Regno Unito, e in certa misura anche in vari altri paesi, sono intervenuti grossi cambiamenti nei sistemi finanziari. In Germania, per contro, l'evoluzione delle grandezze monetarie è stata influenzata da fattori perturbatori interni ed esterni di natura alquanto differente. Negli Stati Uniti si è proceduto in corso d'anno ad un aggiustamento degli obiettivi per taluni aggregati, mentre nessuna modifica di questo tipo ha avuto luogo in altri paesi. In Germania e negli Stati Uniti vi è stata una correzione del corso della politica monetaria, ma il movimento dei tassi d'interesse che essa ha comportato è stato alquanto modesto. Comunque, in linea generale, nell'ultima parte del 1983 e agli inizi di quest'anno l'espansione degli aggregati-obiettivo era abbastanza in linea con le grandezze prefissate, sebbene nella maggior parte dei casi fosse in atto un'accelerazione dell'attività economica.

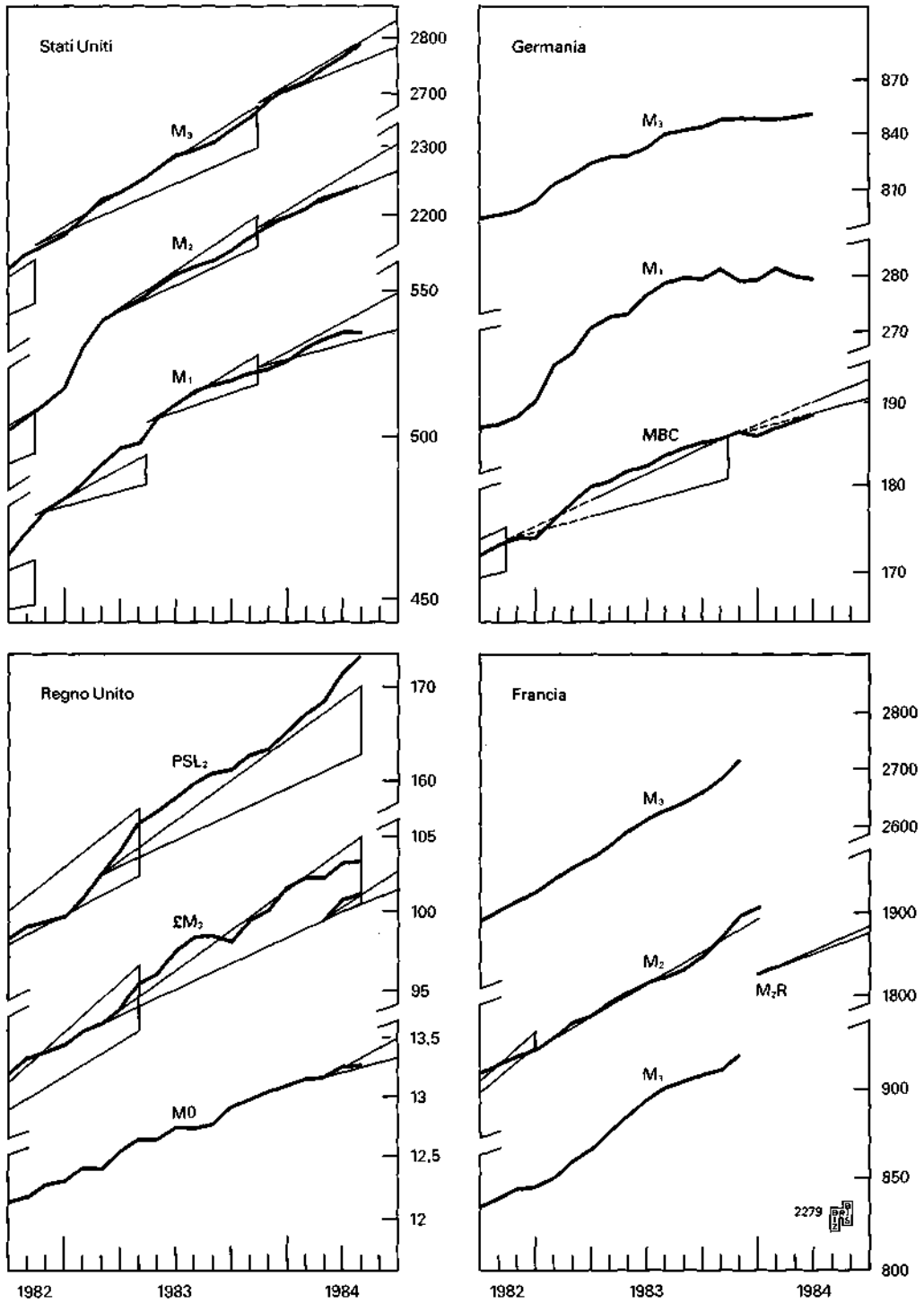
L'evoluzione delle variabili monetarie negli *Stati Uniti* nel 1983 deve essere considerata tenendo presente il processo di innovazione finanziaria e di modifica del quadro normativo che ha cambiato in modo sostanziale la gamma degli strumenti finanziari a disposizione del pubblico.

Durante il 1982, in un contesto di recessione e di forte calo dei tassi d'inflazione, la quantità di moneta in senso stretto aveva iniziato ad aumentare molto rapidamente, così da apparire sempre meno affidabile come parametro della politica monetaria. In seguito all'autorizzazione, verso la fine del 1982 e agli inizi del 1983, dei due nuovi tipi di conti fruttiferi impiegabili dalle Famiglie per scopi transattivi — i conti "super NOW" (dotati di ordini negoziabili di prelievo), e i conti di deposito del mercato monetario — si è prodotta altresì una brusca espansione di M_2 . Di riflesso alle incertezze della situazione, gli intervalli di crescita del 4-8% e del 7-10% per il 1983, fissati nel febbraio dello stesso anno dal Federal Reserve rispettivamente per M_1 e M_2 , erano più ampi e più elevati di quelli adottati nel 1982; inoltre, per la misurazione della crescita di M_2 , veniva preso come base il livello del febbraio-marzo 1983, anziché quello consueto del quarto trimestre. Il Federal Reserve annunciava che per il momento sarebbero stati tenuti sotto controllo M_1 e l'indebitamento complessivo dei settori interni non finanziari, pur continuando ad attribuire una notevole importanza all'andamento degli aggregati monetari ampi.

In primavera il Federal Reserve assumeva un atteggiamento meno condiscendente nell'approvvigionamento di riserve di liquidità alle banche. Fra maggio e agosto il tasso dei *Federal funds* è salito di circa un punto percentuale. Partendo dal presupposto che la precedente dilatazione di M_1 fosse da considerare come un fenomeno eccezionale non destinato a rientrare né a ripetersi, in luglio veniva stabilita una nuova base per la misurazione della crescita di tale aggregato. Nel secondo semestre 1983 essa si è rallentata ma, come hanno mostrato i dati rettificati pubblicati agli inizi del 1984, il tasso di espansione è rimasto prossimo al valore mediano dell'intervallo posto come obiettivo.

Gli intervalli di crescita degli aggregati per il 1984, pubblicati in febbraio, erano inferiori di $\frac{1}{2}$ -1 punto percentuale a quelli fissati per il 1983. Il Federal Reserve ha affermato che per il momento sarebbe stato opportuno mantenere la crescita di M_1 vicino al centro dell'intervallo fissato. Nell'attuazione della politica monetaria esso avrebbe ulteriormente attribuito un peso rilevante agli aggregati ampi.

Aggregati monetari: obiettivi e andamenti*
In miliardi di unità monetarie nazionali



* Per la definizione degli aggregati cfr. la tabella di pagina 68; in scala logaritmica. Per la Francia, medie mobili centrate di tre mesi.

Dalla metà del 1982 gli strumenti di controllo monetario del Federal Reserve, sebbene ancora imperniati sull'offerta di riserve bancarie, non hanno comportato reazioni automatiche ai movimenti di breve periodo nella quantità di moneta. Pur non essendo stati fissati obiettivi precisi per i tassi d'interesse, il tasso sui *Federal funds* è stato assai meno instabile che nel periodo ottobre 1979–giugno 1981. Il passaggio, nel febbraio 1984, al sistema di computo contestuale degli obblighi di riserva delle banche, previsto già da tempo, consentiva potenzialmente un controllo più serrato nel breve periodo dell'aggregato monetario ristretto. Tuttavia, tenendo conto delle incertezze collegate al cambiamento e di quelle ancora presenti nell'interpretazione dei movimenti di M_1 , il Federal Reserve Board ha deciso di non apportare alcun cambiamento sostanziale alle sue procedure operative.

In *Germania* il processo di innovazione finanziaria non ha prodotto serie distorsioni nell'evoluzione delle grandezze monetarie e, in particolare, non ha pregiudicato l'utilità della "moneta della banca centrale" come obiettivo intermedio di politica monetaria.

Nel 1982 l'espansione di questo aggregato si era situata nella metà superiore della fascia-obiettivo ufficiale, conformemente agli intendimenti della Bundesbank al momento della sua fissazione, e agli inizi dello scorso anno è stato previsto un esito analogo per il 1983. La rapida espansione monetaria nei primi mesi dell'anno passato, come fu allora riconosciuto dalla Bundesbank, era principalmente imputabile a fattori straordinari, fra cui l'afflusso di fondi in connessione con le tensioni dei tassi di cambio nel Sistema monetario europeo. Iniziava tuttavia ad espandersi rapidamente anche il credito bancario, mentre rallentava la crescita dei collocamenti a più lungo termine presso le banche. Per influsso della gestione più restrittiva del mercato monetario a partire dalla primavera, il ritmo di espansione monetaria ha quindi subito un rallentamento, e per l'insieme dell'anno la crescita della "moneta della banca centrale" è risultata di stretta misura entro i limiti della fascia-obiettivo. La soglia superiore dell'intervallo di crescita per il 1984 è più bassa di quella fissata per il 1983, ma la nuova fascia potrebbe consentire all'aggregato di continuare ad espandersi ad un tasso prossimo a quello registrato nel secondo semestre del 1983. Tra gennaio e marzo di quest'anno il tasso di crescita della "moneta della banca centrale" è stato alquanto moderato.

Nel *Regno Unito* la crescita della maggior parte degli aggregati – e in particolare quella degli aggregati ampi – ha oltrepassato nella primavera e nell'estate 1983 il limite superiore della fascia-obiettivo fissata dalle autorità. Un fattore pare essere stata la più serrata concorrenza fra gli intermediari finanziari per la raccolta dei depositi del settore famiglie. Tenendo conto di altri indicatori delle condizioni finanziarie, le autorità si sono astenute dall'intraprendere un'azione correttiva mediante i tassi d'interesse e, di fatto, la crescita degli aggregati si è rallentata. Per il periodo di obiettivo 1984–85 è stato fissato un nuovo intervallo di crescita più stretto per M_3 in sterline (ridefinito in modo da escludere i depositi del settore pubblico), ed è stata pubblicata una fascia-obiettivo più bassa per un aggregato ristretto – M_0 – che comprende soltanto le passività delle autorità monetarie, ossia essenzialmente monete e banconote in circolazione. Il comportamento di questi aggregati verrà interpretato alla luce dell'evoluzione di M_2 (conti infruttiferi per scopi transattivi e depositi di piccolo-medio ammontare), di PSL_2 (liquidità del settore privato) e di altri indicatori finanziari, fra cui il tasso di cambio. Nel discorso

Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di espansione

Paesi	Aggregato monetario o creditizio ¹	Obiettivo ² per il 1983 ³	Espansione monetaria o creditizia nel 1983 ⁴	Obiettivo ² per il 1984 ³	Espansione monetaria o creditizia variazioni su quattro trimestri delle medie trimestrali				
					1983				1984
					primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre	primo trimestre
in percentuale ⁵									
Stati Uniti	M ₁	5-9	7,2	4-8	9,4	12,0	12,9	10,0	8,5
	M ₂	7-10	8,3	6-9	12,5	13,3	12,7	12,1	8,4
	M ₃	6½-9½	9,7	6-9	10,6	10,4	9,7	9,7	9,2
	TDND	8½-11½	10,6	8-11	9,1	10,0	10,1	10,6	11,5
Giappone	M ₂ + CD	7	6,8	8	6,7	7,4	7,6	6,8	7,8
Germania	MBC	4-7	7,0	4-6	7,1	7,5	7,7	7,0	5,4
Francia	M ₂	9	10,2	5½-6½	11,4	9,8	8,1	9,7	.
Regno Unito	M0	-	-	4-8	3,9	6,3	6,3	6,4	5,8
	M ₁	7-11	10,5	-	11,6	15,2	13,2	11,2	11,3
	EM ₃	7-11	10,0	6-10	9,8	11,0	10,8	9,9	10,1
	PSL ₂	7-11	12,1	-	9,3	11,4	12,3	12,1	12,3
Italia	CTI	18	20,6	17½	20,4	20,6	20,4	20,6	.
Svizzera	MBCR	3	3,6	3	7,6	2,4	2,6	2,0	1,1

¹ TDND = indebitamento complessivo dei settori interni non finanziari; MBC = moneta della banca centrale; EM₃ = componente in sterline di M₃; PSL₂ = liquidità del settore privato; CTI = credito totale interno; MBCR = moneta della banca centrale rettificata. ² Per il Giappone unicamente proiezioni; per la Francia, massimali. Per l'Italia le percentuali sono basate sui limiti espressi in termini di lire. ³ Periodi di obiettivo: quarto trimestre su quarto trimestre per Stati Uniti (eccetto M₁ e M₂ nel 1983), Giappone (1983) e Germania, dicembre su dicembre per l'Italia. Periodi basati sulla media novembre-gennaio per la Francia e sul febbraio 1983 e 1984 per il Regno Unito. Medie annuali per la Svizzera. Per gli Stati Uniti i valori di obiettivo indicati per M₁ e M₂ relativamente al 1983 sono quelli stabiliti nel luglio 1983 per periodi che vanno da febbraio-marzo (M₂) e dal secondo trimestre (M₁) al quarto trimestre. Nel febbraio 1984 la definizione di M₃ è stata modificata includendo gli eurodollari detenuti dai residenti USA. Per il Giappone è indicata per il 1984 la proiezione secondo trimestre su secondo trimestre. Per la Francia l'obiettivo per il 1984 si applica a M₂R che comprende soltanto le attività di M₂ detenute da residenti. Per il Regno Unito la definizione di EM₃ per il 1984-85 è stata modificata escludendo i depositi del settore pubblico. ⁴ Calcolato sulla stessa base dell'obiettivo. ⁵ A tassi annui laddove i periodi sono diversi dall'anno.

di presentazione del bilancio il Cancelliere dello Scacchiere ha altresì ribadito l'impegno del governo ad attenersi agli obiettivi di stabilizzazione a medio termine dell'offerta di moneta, attraverso la pubblicazione di direttrici di crescita monetaria progressivamente calanti per i periodi annui di obiettivo che vanno fino al 1988-89.

In Giappone l'espansione di M₂ + CD è stata alquanto moderata e stabile durante tutto l'anno. Benché l'attività economica stesse crescendo soltanto lentamente, la Banca del Giappone ha ritardato un allentamento della politica monetaria a causa della debolezza dello yen nei confronti del dollaro. In ottobre il saggio ufficiale di sconto è stato abbassato dal 5,5 al 5%. In Francia il credito bancario è stato mantenuto entro limiti rigorosi e i collocamenti in attività non monetarie da parte del pubblico sono fortemente aumentati. Tuttavia, in presenza di una crescita delle riserve valutarie ufficiali e di fattori di perturbazione nell'ultima parte dell'anno, la crescita di M₂ nel 1983 ha superato il limite fortemente restrittivo che era stato stabilito dal governo nell'annunciare il programma di risanamento economico. Per il 1984 l'obiettivo si riferisce soltanto alla componente di M₂ detenuta da residenti (M₂R) e comporta un marcato rallentamento nella crescita della moneta e del credito. In Svizzera si è avuta nel 1983 una leggera accelerazione nell'espansione della base monetaria nel contesto di interventi ufficiali sul mercato dei cambi nei periodi in cui il franco svizzero tendeva a rafforzarsi nei confronti delle altre monete europee. Per il 1984 è stato fissato un obiettivo invariato. In

Italia, dove la grandezza di obiettivo è il credito totale interno, non è stato possibile rispettare il limite fissato per il 1983, poiché ancora una volta il fabbisogno del Tesoro ha di gran lunga superato le previsioni ufficiali. Tuttavia, il consistente aumento del volume di titoli di Stato detenuti dal pubblico ha contribuito a moderare la crescita di M_2 e, in minor misura, quella di M_3 . In giugno, nell'intenzione di attuare il controllo sull'evoluzione della quantità di moneta e del credito facendo maggiormente affidamento sulla manovra delle riserve delle banche, è stato abolito il massimale sul credito bancario al settore privato.

Nel primo semestre del 1983 sono stati registrati forti tassi di espansione dei principali aggregati in alcuni paesi europei minori, fra cui *Paesi Bassi*, *Austria* e *Danimarca*. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, ciò è avvenuto nel contesto di un calo dei tassi d'interesse nominali e dei tassi d'inflazione, ottenuto con l'ausilio di politiche monetarie non condiscendenti, orientate maggiormente ad altri criteri-guida. In Danimarca, dove nel 1983 l'aggregato M_2 è aumentato del 24%, i rendimenti obbligazionari sono diminuiti fortemente in rapporto ai tassi d'interesse sui depositi e le banche hanno assecondato gli spostamenti nelle scelte di portafoglio del pubblico con consistenti acquisti netti di titoli.

Nessuna delle difficoltà incontrate lo scorso anno nei paesi che fissano obiettivi per gli aggregati monetari si è dimostrata insormontabile, e in tutti i casi si è riconfermata l'utilità di tali obiettivi. In *Canada*, dove nel 1982 a causa del processo di innovazione finanziaria aveva dovuto essere abbandonata la fissazione di un obiettivo per M_1 , è proseguita lo scorso anno la ricerca di un aggregato più adatto. In molti paesi europei gli obiettivi in termini di aggregati monetari o creditizi sono visti in funzione di complemento agli sforzi per stabilizzare i tassi di cambio nell'ambito di una certa area, e negli Stati Uniti l'approccio basato sugli obiettivi di crescita degli aggregati ha dimostrato negli ultimi tempi di accompagnarsi ad una stabilità dei tassi d'interesse assai maggiore di quella avutasi anteriormente alla metà del 1982.

Negli ultimi anni sono state proposte varie alternative alla fissazione di obiettivi in termini di aggregati. Esse comprendono tipi di approccio in base ai quali la politica monetaria verrebbe imperniata su obiettivi di breve periodo per il PNL nominale, i prezzi delle materie prime o i tassi d'interesse reali, ovvero sulla stabilizzazione a livello mondiale dei tassi di cambio. Durante lo scorso anno, tutte queste variabili sono state tuttavia fortemente influenzate da perturbazioni e squilibri di origine non monetaria. Il perseguimento di obiettivi posti in termini di queste grandezze, date le condizioni presenti lo scorso anno, avrebbe potuto comportare politiche monetarie più espansive, che a loro volta avrebbero rischiato di pregiudicare i progressi faticosamente conseguiti negli ultimi anni nello stabilizzare le aspettative inflazionistiche.

Le politiche imperniate sugli aggregati monetari e la ripresa economica

Gli obiettivi posti nei vari paesi all'espansione degli aggregati monetari sono concepiti in modo da tener conto di un certo tasso di crescita economica in termini reali. Quanto meno ciò vale nella misura in cui il tasso d'inflazione rimane entro limiti prestabiliti che siano compatibili con tassi di espansione monetaria stabili o calanti in una prospettiva di medio periodo.

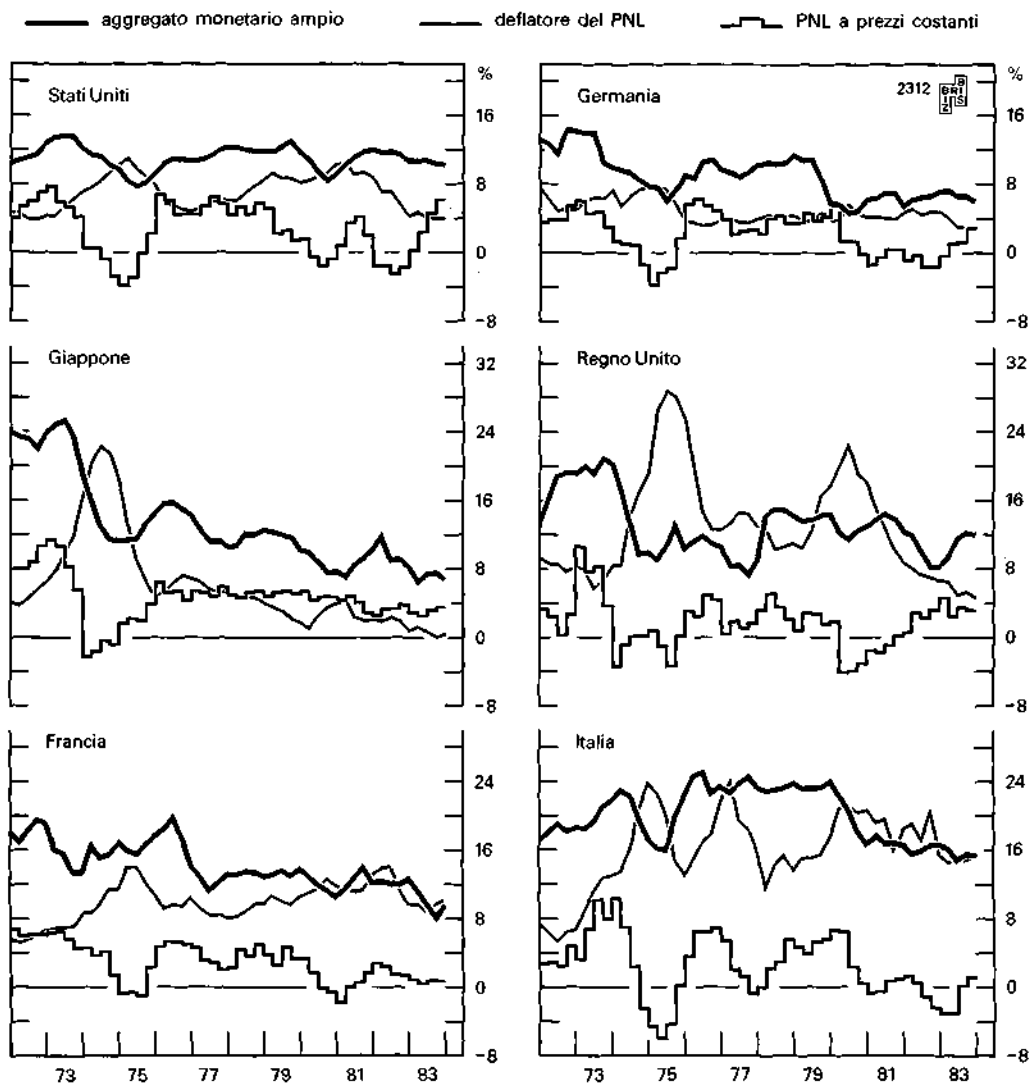
Nel quadro dell'approccio basato sul controllo degli aggregati vi sono altre vie attraverso le quali la politica monetaria può contribuire a sostenere un'incipiente ripresa economica, sebbene soltanto entro limiti ristretti. Laddove gli obiettivi monetari annuali sono basati sul potenziale di crescita economica, essi forniscono un certo stimolo intrinseco allorché l'effettiva crescita del prodotto è inferiore al potenziale. La possibilità di puntare a differenti valori di crescita all'interno della fascia-obiettivo può fornire un certo margine di flessibilità. E' generalmente ammesso che in alcuni paesi la relazione fra la quantità di moneta e il PNL nominale — ossia la velocità di circolazione della moneta in rapporto al reddito — può variare durevolmente allorché i tassi d'inflazione calano repentinamente o temporaneamente in un contesto di fragilità finanziaria. Negli Stati Uniti la politica monetaria ha dovuto tener conto di variazioni di questo tipo negli ultimi due anni.

Più in generale, la relazione fra quantità di moneta, prodotto e prezzi è condizionata dai tassi d'interesse. Nella misura in cui la politica monetaria opera in modo tale da evitare eccessive fluttuazioni dei tassi d'interesse, essa tende a dar spazio a variazioni della domanda di moneta nel breve periodo. Le autorità monetarie sono tuttavia ben consapevoli dei rischi connessi al tentativo di opporre resistenza alle pressioni sui tassi d'interesse causate dagli squilibri nei mercati finanziari e da una forte espansione economica che minaccia di rinfocolare le aspettative inflazionistiche. E' precisamente in queste circostanze che le strategie basate sul controllo degli aggregati monetari sono potenzialmente in grado di dare un apporto essenziale nel preservare il clima di fiducia e nel far sí che l'esigenza di un'adeguata reazione di politica monetaria sia riconosciuta e generalmente compresa.

In effetti, i recenti sviluppi monetari paiono discostarsi in modo significativo da quelli osservati in precedenti periodi di ripresa congiunturale. Ciò è messo in evidenza dal grafico che mostra i tassi di espansione degli aggregati monetari ampi, i tassi di crescita del prodotto e i deflatori del PNL. Gli aggregati ampi non sono assunti direttamente come obiettivo in tutti i paesi, anche perché di solito essi non possono essere controllati così efficacemente come gli aggregati ristretti da parte della autorità monetarie, allorché queste fanno ricorso principalmente allo strumento dei tassi d'interesse. In molti casi, tuttavia, gli aggregati ampi sono meno influenzati dagli spostamenti nelle preferenze di portafoglio del pubblico connessi al processo di innovazione finanziaria. E per taluni aspetti è di vantaggio il fatto che di regola questi aggregati rispecchiano da vicino le variazioni nella posizione finanziaria del settore pubblico, nel credito all'Economia e nella bilancia dei pagamenti.

Per la maggior parte dei paesi considerati, negli ultimi anni i tassi di crescita degli aggregati ampi sono stati mediamente molto più bassi di quelli dei primi anni settanta. Mentre in passato una forte accelerazione del ritmo di espansione monetaria si era spesso associata ad una ripresa ciclica dell'attività economica, lo scorso anno i tassi di incremento degli aggregati monetari ampi sono generalmente rimasti abbastanza moderati. Nondimeno, in alcuni paesi questi tassi appaiono alquanto "generosi" in rapporto ai tassi d'inflazione. Com'è noto, raffronti elementari di questo tipo fanno ritenere che se sarà possibile evitare ampie oscillazioni degli aggregati, verrà ridotto il rischio di una reviviscenza dell'inflazione. Essi paiono altresì indicare che allorché i tassi d'inflazione sono stati

Aggregati monetari ampi, prezzi e PNL in termini reali
 Variazioni percentuali su quattro trimestri*



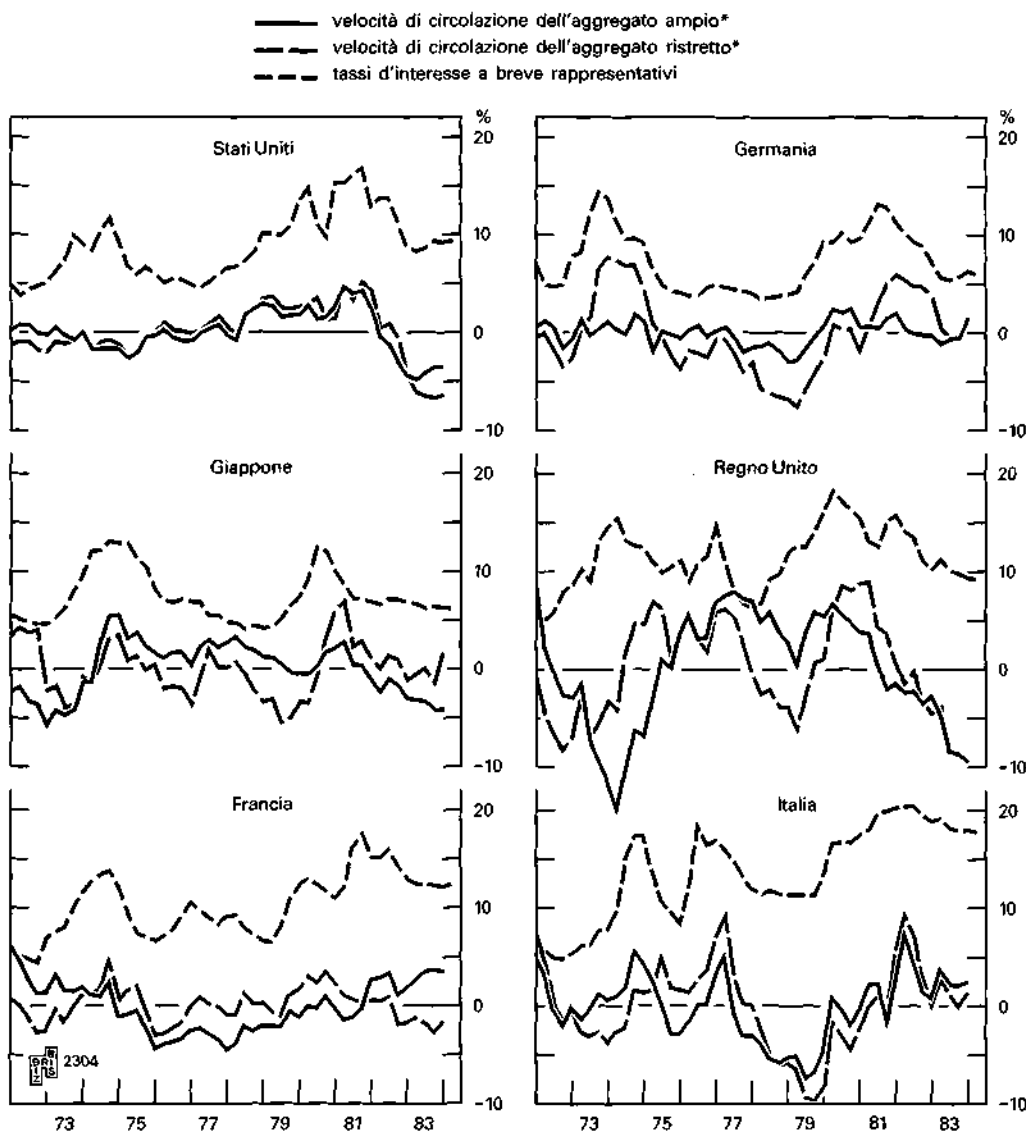
* Sulla base delle medie trimestrali per gli aggregati monetari. Stati Uniti: L (liquidità in senso ampio); Giappone: $M_2 + CD$; Francia: M_2 ; Germania e Italia: M_3 ; Regno Unito: PSL_2 .

bassi in rapporto all'espansione monetaria, solitamente ne è seguita una crescita del prodotto. Per quanto incisure possano essere le conclusioni basate su tali raffronti semplicistici, esse confortano comunque la tesi secondo cui la configurazione di moderati tassi di espansione degli aggregati ampi e di tassi d'inflazione relativamente bassi osservata lo scorso anno nella maggior parte dei paesi è di buon auspicio per il futuro, purché queste condizioni si dimostrino durature.

Maggiori informazioni sull'interazione fra offerta e domanda di moneta possono essere desunte dall'esame dell'andamento della velocità di circolazione in rapporto al reddito. Nel grafico seguente gli scarti percentuali della velocità di circolazione degli aggregati ampi e ristretti dalla rispettiva retta di *trend* sono posti

in relazione ai tassi d'interesse a breve. In termini generali l'andamento della velocità di circolazione rispetto alle linee di tendenza per l'intero periodo, unitamente ad altre indicazioni, fanno ritenere che mentre negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Giappone, in Francia e in Italia durante il periodo medesimo vi sono stati cambiamenti strutturali nelle correlazioni di fondo, nessuna importante variazione di questo tipo si è verificata in Germania. In alcuni casi questi cambiamenti strutturali rispecchiano chiaramente il processo di innovazione finanziaria; in altri essi paiono imputabili principalmente a mutamenti nelle stesse procedure di controllo monetario.

Tassi d'interesse e velocità di circolazione degli aggregati monetari in rapporto al reddito



* Scarti dalla rispettiva retta di trend. Sulla base dei dati trimestrali medi per gli aggregati monetari ampi (secondo la definizione in nota al grafico di pagina 71) e ristretti (M₁).

La stretta e costante relazione osservabile per la Germania fra la velocità di M_1 , in particolare, ed i tassi d'interesse contrasta fortemente con le correlazioni complesse o lasche che appaiono per alcuni altri paesi. In certi casi paiono aver svolto un ruolo autonomo importanti fattori di natura congiunturale, anche se in modo diverso da paese a paese. Negli Stati Uniti, ad esempio, normalmente la velocità cala in fase di recessione, mentre in taluni altri paesi (Giappone, Francia) essa pare di solito aumentare allorché vi è un rallentamento nell'erogazione di credito, facendo supporre rimborsi relativamente ampi di quella porzione delle passività che costituisce una contropartita della quantità di moneta. In Francia e in Italia, dove i tassi d'interesse sono ancora elevati, la velocità pare attualmente più alta, rispetto al suo valore tendenziale, di quanto lo fosse solitamente in passato all'inizio di periodi di ripresa economica. In Giappone e in Germania, per contro, essa appare maggiormente in linea con la precedente esperienza e non vi sono indicazioni né che l'espansione monetaria sia stata eccessiva, né che la politica monetaria abbia mancato di assecondare la ripresa economica. Chiaramente nel Regno Unito un fattore importante è stato di recente il processo di innovazione finanziaria.

Di particolare interesse è il singolare comportamento della velocità di M_1 negli Stati Uniti durante gli ultimi due anni. Poiché il calo del 1982 – di gran lunga superiore a quelli registrati in tutte le precedenti fasi di recessione del dopoguerra – è proseguito nella prima parte del 1983, l'aumento segnato nell'arco dell'intero anno risulta assai più contenuto del solito nel primo anno di ripresa economica. Evidentemente, ne segue come corollario che, sebbene la crescita di M_1 abbia come di consueto preannunciato la svolta ascendente del ciclo, essa ha pronosticato di gran lunga "in eccesso" l'ordine di grandezza della crescita produttiva. Ciò rispecchia in gran parte il fatto che M_1 comprende i conti di depositi con ordine negoziabile di prelievo (conti NOW), autorizzati su scala nazionale nel 1981 e serviti da approdo per i risparmi ed i saldi detenuti a fini precauzionali, soprattutto quando sono calati i rendimenti sulle alternative d'impiego più remunerative.

Ai fini del controllo monetario, in un contesto innovativo, la questione non era tanto di sapere se la velocità fosse stabile, quanto se essa fosse prevedibile, tenuto conto dei cambiamenti che stavano avendo luogo. La difficoltà che si è posta lo scorso anno risiedeva nello stabilire quanto fosse di natura permanente la variazione intervenuta nell'ultima parte del 1982 e nei primi mesi del 1983. Nella misura in cui il precedente calo della velocità di M_1 aveva rispecchiato un eccezionale aumento dei saldi detenuti a fini precauzionali nella fase di recessione, il rimbalzo nel secondo semestre del 1983 poteva essere interpretato semplicemente come il riflesso di un risveglio di fiducia. Il fatto che la concomitante ascesa dei tassi d'interesse a breve sia stata di modesta entità fa ritenere che il rallentamento nella crescita di M_1 fosse principalmente dovuto ad un'inversione di tendenza nella domanda di moneta e non semplicemente ad una stretta della politica monetaria. Il recente andamento della velocità di M_2 si discosta meno dalla precedente esperienza, ma poiché nella composizione dell'aggregato vi è stato un forte ridimensionamento degli strumenti a tasso d'interesse controllato a favore di quelli con tassi d'interesse collegati al mercato, M_2 è probabilmente divenuto assai difficile da governare. Nel corso degli ultimi due anni anche la velocità della liquidità in senso ampio (L) e quella dell'indebitamento complessivo sull'interno dei settori non finanziari hanno

mostrato andamenti in parte inconsueti, che sembrano aver parzialmente rispecchiato le tensioni dovute all'ampio ricorso al credito da parte dello Stato.

Gli obiettivi monetari del Federal Reserve per il 1984 sono basati sul presupposto di un ritorno dell'andamento della velocità ad un profilo più in linea con l'esperienza passata. All'atto della loro pubblicazione si era chiaramente consapevole che qualora il disavanzo pubblico fosse rimasto ampio e la ripresa avesse mantenuto il suo vigore, il fatto di evitare un'ulteriore forte espansione degli aggregati avrebbe comportato necessariamente l'accettazione di più elevati tassi d'interesse.

L'andamento dei tassi d'interesse e le politiche monetarie orientate sul tasso di cambio

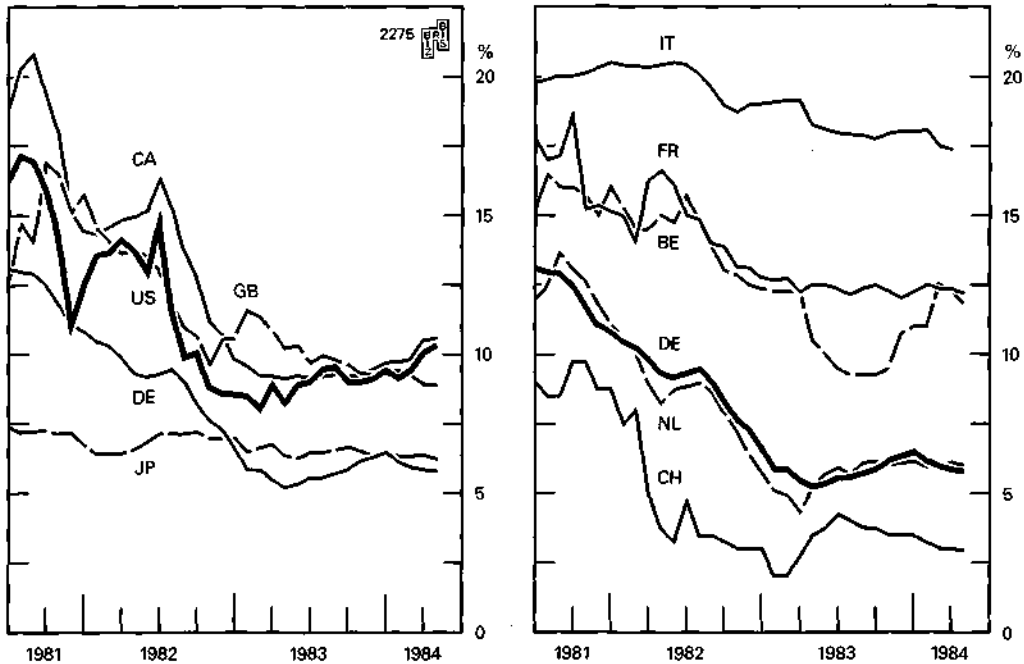
Nel 1983 la dinamica dei tassi d'interesse è stata condizionata dalla ripresa economica e dal modo in cui le autorità monetarie hanno impiegato e adattato gli strumenti di controllo dei tassi d'interesse a breve. Tuttavia essa è stata fortemente influenzata anche dagli squilibri presenti nell'economia, nonché dalle aspettative e dai timori collegati a possibili sviluppi futuri sui mercati finanziari e valutari.

Dopo il forte calo del 1982, negli Stati Uniti e in molti centri europei i tassi d'interesse avevano nuovamente assunto una tendenza ascendente nella primavera dello scorso anno. Ulteriori piccole flessioni si sono avute in corso d'anno in Giappone, nel Regno Unito, come pure in alcuni altri paesi europei dove i tassi d'interesse erano rimasti relativamente alti.

Ben più ragguardevole di questi movimenti, generalmente assai contenuti rispetto a quelli osservati nei precedenti quattro anni, è stato in molti paesi l'elevato livello dei tassi d'interesse in rapporto ai tassi d'inflazione registrati. Negli Stati Uniti i rendimenti hanno continuato chiaramente a salire in termini reali, esercitando una spinta al rialzo sul dollaro e sui tassi d'interesse nel resto del mondo. Al tempo stesso, tuttavia, l'ampio disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti americana ha contribuito a trasmettere la ripresa economica ad altri paesi.

Tassi d'interesse a breve. Negli Stati Uniti, dove i tassi d'interesse nominali tendono di norma a flettere nel primo anno di ripresa economica, lo scorso anno le condizioni di fondo sui mercati creditizi hanno rispecchiato un lento cambiamento nell'equilibrio delle forze, caratterizzato dall'ampio fabbisogno dell'Amministrazione federale, da una forte domanda di credito del settore privato, da un miglioramento della posizione finanziaria delle Imprese, da favorevoli condizioni per le nuove emissioni azionarie e da afflussi netti di fondi dall'estero. Agli inizi del 1984, in presenza del perdurante vigore della ripresa e di un indebolimento del dollaro sul mercato dei cambi, il Federal Reserve ha assunto un indirizzo meno condiscendente nell'offerta di riserve bancarie e fra l'ultima parte di gennaio e la fine di aprile il tasso sui *Federal funds* è aumentato di oltre un punto percentuale. Nel periodo marzo-maggio di quest'anno i tassi attivi primari delle banche — già aumentati dal 10,5 all'11% nell'agosto 1983 — sono stati elevati fino al 12,5%. In aprile è stato portato al 9% il saggio di sconto del Federal Reserve, che era rimasto invariato all'8,5% dal novembre 1982.

Tassi d'interesse del mercato monetario*



* 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, vari strumenti a tre mesi.

In *Canada* il tasso di cambio aveva assunto maggiore importanza come grandezza di riferimento della politica monetaria già prima che fosse necessario abbandonare gli obiettivi fissati per la crescita della quantità di moneta verso la fine del 1982. Agli inizi dello scorso anno, con una migliorata situazione in termini di inflazione e di posizione sull'estero, è stato possibile abbassare i tassi d'interesse a breve in rapporto ai tassi del mercato monetario degli Stati Uniti. A partire dall'autunno si è reso tuttavia necessario un nuovo aumento dei tassi a breve canadesi al fine di mantenere ragionevolmente stabile il rapporto di cambio con il dollaro USA.

Lo scorso anno la maggior parte degli altri paesi industriali ha perseguito obiettivi autonomi di crescita monetaria o ha impostato la politica monetaria soprattutto sulla stabilizzazione dei rapporti di cambio nell'ambito delle monete europee. Nella condotta della politica monetaria questi paesi hanno tuttavia dovuto tener conto in vario grado dei tassi d'interesse americani e della sostenutezza del dollaro USA. In genere questi fattori hanno direttamente influenzato le strategie adottate nella politica dei tassi d'interesse. Nella maggior parte dei paesi al di fuori degli Stati Uniti le autorità monetarie si sono talvolta dovute muovere "contro corrente" sui mercati dei cambi. Comunque, considerando che il dollaro USA si è mantenuto forte durante tutto l'anno, nella maggioranza dei casi la variazione subita nel 1983 dalle attività ufficiali nette sull'estero è stata abbastanza modesta. Per lo più le variazioni registrate sono state originate principalmente da tensioni nei tassi di cambio fra le monete dei paesi europei.

In *Giappone*, il fatto che lo scorso anno la flessione dei tassi d'interesse nominali sia stata assai modesta e inferiore al calo del tasso d'inflazione è spiegato in buona parte da considerazioni attinenti al tasso di cambio. In *Germania* i tassi d'interesse a breve sono stati principalmente impiegati al fine di conseguire l'obiettivo di crescita monetaria, anche se l'aumento avutosi durante l'estate e l'autunno del 1983 deve aver altresì contribuito a limitare la debolezza del marco nei confronti del dollaro USA. Nel *Regno Unito*, dove il tasso di cambio ha costituito una delle grandezze di orientamento nella condotta della politica monetaria, il calo dei tassi del mercato monetario prodottosi lo scorso anno, seppure notevole, non va considerato disgiuntamente dall'ascesa registrata da questi tassi nell'ultima parte del 1982, allorché la sterlina si era indebolita sotto l'influsso di un calo del prezzo del petrolio.

Durante il 1983 i vincoli esterni hanno avuto un ruolo assai importante nella formulazione e nell'attuazione della politica monetaria in *Francia, Italia, Belgio e Paesi Bassi*. L'elevato grado di apertura di queste economie, unitamente ai meccanismi di determinazione dei salari ivi presenti, contribuisce a spiegare la rilevanza degli obiettivi di stabilizzazione del tasso di cambio nella politica monetaria di questi paesi. Inoltre, nonostante il miglioramento delle posizioni di bilancia dei pagamenti correnti avutosi lo scorso anno, in Francia, Belgio e Italia è lungi dall'essere concluso il processo di aggiustamento teso a ridurre gli squilibri esterni e di bilancio ed a ripristinare la stabilità dei prezzi. La situazione richiedeva di per sé il mantenimento di tassi d'interesse relativamente alti, ma i livelli già elevati dei tassi all'estero hanno inasprito i vincoli posti alle opzioni di politica monetaria.

Nel periodo gennaio-marzo 1983 le aspettative di un riallineamento delle parità nell'ambito del Sistema monetario europeo si sono rispecchiate soltanto in misura limitata sui tassi del mercato monetario dei paesi membri. Le conseguenti variazioni delle attività nette esterne delle rispettive banche centrali sono state tuttavia assai ampie. Dopo il riallineamento in Germania, i tassi d'interesse a brevissimo termine sono temporaneamente scesi ad un livello di poco inferiore, mentre vi è stato un aumento dei tassi a breve nei Paesi Bassi. In Belgio ci si è avvalsi di ogni margine disponibile per abbassare i tassi d'interesse a breve sul mercato interno; tuttavia i tassi del mercato monetario hanno dovuto essere innalzati bruscamente allorché sono riemersi dubbi circa i progressi compiuti nella correzione degli squilibri strutturali.

Agli inizi del 1984, con l'indebolirsi del dollaro, in Europa sono talvolta riapparse tensioni nei rapporti di cambio. L'impatto si è fatto sentire sia sulle riserve ufficiali sull'estero delle banche centrali sia sui tassi d'interesse del mercato monetario. Mentre in Germania, Francia e Italia vi è stato un ulteriore calo dei tassi a breve, in Belgio essi sono saliti. In presenza di un indebolimento della moneta canadese nei confronti del dollaro USA, i tassi del mercato monetario sono aumentati anche in Canada.

In Germania, nei Paesi Bassi, in Francia e in Belgio un'importante fonte di perturbazioni effettive o potenziali sul mercato monetario è consistita negli ultimi anni nelle forti variazioni delle attività nette sull'estero della banca centrale. Ciò vale in gran parte anche per la Svizzera, dove la banca centrale, pur attribuendo di norma priorità ad un obiettivo in termini di base monetaria rettificata, periodicamente ha ritenuto necessario intervenire sul mercato dei cambi per contrastare forti

Fattori influenti sulla creazione della base monetaria e sui tassi d'interesse a breve

Poste e periodi	Giappone	Germania	Francia	Belgio	Paesi Bassi	Svizzera	Italia
	variazioni espresse in percentuale della base monetaria misurata ad inizio periodo ¹						
Attività esterne nette della banca centrale²							
1981	- 0,1	- 2,0	-18,8	-25,4	- 7,3	9,3	0,0
1982	- 9,9	1,0	-26,4	- 9,8	21,2	6,3	- 7,7
1983	- 0,3	- 1,4	3,3	- 5,8	0,3	5,1	10,3
gennaio-marzo 1983	0,2	7,6	-18,9	-10,8	5,6	10,3	- 0,4
gennaio-marzo 1984	0,1	2,7	.	- 9,3	- 5,6	5,0	- 2,2
Operazioni a breve della banca centrale creatrici di liquidità³							
1981	-16,2	0,9	11,2	10,1	7,0	1,0	1,7
1982	7,2	0,2	42,2	- 0,2	-13,1	9,7	0,3
1983	10,2	2,5	-10,9	- 0,3	11,1	2,1	- 1,9
gennaio-marzo 1983	- 1,3	- 6,2	13,2	- 1,4	- 6,5	- 9,6	2,1
gennaio-marzo 1984	- 7,3	- 1,2	.	3,6	10,7	- 4,5	8,5
Tesoro e altri⁴							
1981	18,9	4,3	8,6	17,1	1,2	-13,7	11,4
1982	8,6	4,7	- 3,8	9,9	- 0,5	- 7,8	21,4
1983	- 4,9	5,7	8,6	9,8	1,2	- 6,2	6,6
gennaio-marzo 1983	- 7,3	1,4	2,6	8,8	5,3	- 6,2	3,8
gennaio-marzo 1984	- 0,6	- 0,1	.	2,6	- 6,0	- 4,6	- 3,6
Base monetaria⁵							
1981	2,6	3,2	1,0	1,8	0,9	- 3,4	13,1
1982	5,9	5,9	12,0	- 0,1	7,6	8,2	14,0
1983	5,0	6,8	1,0	3,7	12,6	1,0	15,0
gennaio-marzo 1983	- 8,4	2,8	- 3,1	- 3,4	4,4	- 5,5	5,5
gennaio-marzo 1984	- 7,8	1,4	.	- 3,1	- 0,9	- 4,1	2,7

¹ Flussi al netto degli aggiustamenti di cambio; in parte stime BRI. Per Germania e Francia, sulla base delle medie mensili dei dati giornalieri; per gli altri paesi dati di fine mese. ² Escluse le operazioni di *swap* in valuta effettuate al fine di influire sulla liquidità bancaria. Per il Giappone, operazioni del Fondo per i cambi con l'estero. ³ Operazioni di anticipazione e (eccetto che per la Germania) di sconto, *swaps* in valuta, operazioni pronto contro termine e crediti speciali a tassi di mercato. Per la Svizzera, esclusi gli adeguamenti di fine mese. ⁴ Comprendono, fra l'altro, le variazioni nel portafoglio delle banche centrali in titoli sull'interno. ⁵ Principalmente circolante e depositi presso la banca centrale dei soggetti bancari e non bancari (comprese le riserve obbligatorie). Per la Germania, moneta della banca centrale secondo coefficienti di riserva costanti; per la Svizzera, moneta della banca centrale rettificata.

oscillazioni di breve periodo nel valore esterno del franco. In tali circostanze, per manovrare opportunamente la liquidità bancaria le autorità monetarie di questi paesi hanno elaborato diversi strumenti flessibili, fra cui operazioni di *swap* in valuta, cessioni temporanee di titoli e crediti speciali a tassi d'interesse in linea con il mercato. Le variazioni a breve termine della liquidità creata su iniziativa della banca centrale rispecchiano ora soprattutto l'impiego di questi strumenti, i quali possono essere particolarmente utili per un *fine tuning* dei tassi d'interesse del mercato monetario. La manovra degli obblighi di riserva non svolge più un ruolo primario nell'azione delle autorità in risposta agli afflussi o deflussi di fondi; negli ultimi anni tale strumento non è stato per nulla impiegato in Belgio, nei Paesi Bassi e in Svizzera, mentre in Germania i coefficienti sono stati progressivamente ridotti. In circostanze normali, tuttavia, l'impiego di tassi d'interesse ufficiali su taluni tipi tradizionali di credito della banca centrale serve ancora di supporto ai tassi del mercato monetario e, per un certo periodo di tempo, la creazione di base monetaria può essere ampiamente basata su operazioni di tipo convenzionale della banca centrale.

In Belgio negli ultimi anni sono diminuite le attività nette sull'estero della Banca Nazionale, mentre si è accresciuto il credito della banca centrale al Tesoro attraverso il Fondo stabilizzazione titoli. Inoltre, le istituzioni creditizie hanno accumulato ingenti disponibilità in titoli di Stato liquidi. In Germania, nei Paesi Bassi e in Svizzera la finanza pubblica non costituisce invece di norma un fattore importante nelle variazioni della liquidità del sistema bancario. In Germania, un trasferimento di utili dalla Bundesbank allo Stato ha complicato lo scorso anno la gestione del mercato monetario, ma per il 1984 è stato concordato uno scaglionamento di questi pagamenti.

Nel Regno Unito e in Italia, sebbene in modi diversi, è principalmente all'erraticità delle operazioni del Tesoro che ha dovuto essere adattata la gestione del mercato monetario. Anche in questi casi, però, si è accresciuto il ruolo delle operazioni di mercato aperto — in titoli sull'interno a breve e/o a lungo termine — in rapporto a quello del credito convenzionale della banca centrale. In termini generali l'effetto principale è stato quello di aumentare la flessibilità con cui i tassi d'interesse possono essere adattati, se necessario, al mutare delle circostanze. Nel Regno Unito, dove uno degli svantaggi riscontrati nel finanziamento in eccesso del disavanzo di bilancio dello Stato nel 1981 e 1982 fu la successiva necessità di procedere ad una consistente compensazione con acquisti netti di effetti commerciali da parte della Banca d'Inghilterra, quest'ultima è stata per contro in grado di ridurre il suo portafoglio in effetti durante la maggior parte dello scorso anno. Tuttavia, nell'ultima parte del 1983 ed agli inizi di quest'anno è stato nuovamente necessario effettuare acquisti netti. In Italia, dove negli ultimi anni ci si è mossi nella direzione di limitare la partecipazione della Banca d'Italia alle aste del Tesoro, il problema è stato quello più tradizionale di riuscire a finanziare un disavanzo cronicamente ampio senza determinare una crescita eccessiva della base monetaria.

In Giappone una serie di misure introdotte negli ultimi anni ha accresciuto la flessibilità del mercato monetario. Fra l'altro, la Banca del Giappone ha incrementato le operazioni in titoli di Stato a breve e a lungo termine per influire sulla liquidità bancaria, e si è consentito ai tassi d'interesse sui mercati interbancari di adattarsi in modo più flessibile al variare delle condizioni nell'arco della giornata. Fatto ancora più importante è che sono stati potenziati taluni mercati di strumenti a breve — in particolare il mercato dei certificati di deposito — cui partecipano operatori non bancari. Lo sviluppo dei mercati monetari aperti è risultato molto utile nella condotta della politica monetaria.

Tassi d'interesse a lungo termine. Lo scorso anno l'andamento dei tassi d'interesse a lungo termine è stato fortemente influenzato da aspettative e da sviluppi esterni alla sfera monetaria. In misura notevole esso ha rispecchiato i vincoli cui è stata soggetta l'azione della politica monetaria.

Nei primi mesi del 1983 i tassi d'interesse a lunga hanno in genere continuato a diminuire, anche se in alcuni paesi europei ha iniziato ad indebolirsi la loro risposta ai cali dei tassi del mercato monetario. Nei Paesi Bassi i rendimenti obbligazionari hanno preso a salire allorché l'inattesa variazione della parità fra il fiorino e il marco tedesco nel quadro del riallineamento dello SME ha momentaneamente posto in questione gli intendimenti delle autorità olandesi circa il tasso di cambio. L'ascesa dei rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti fra la primavera e l'autunno, contribuendo a rafforzare il dollaro, è stata accompagnata da

Tassi d'interesse a lungo termine e struttura per scadenze

Periodi	Stati Uniti	Canada	Giappone	Regno Unito	Germania	Svizzera	Francia	Italia	Paesi Bassi	Belgio
	in percentuale									
Rendimenti obbligazionari ¹ , livelli massimi su base mensile nel 1981	15,49	19,08	9,15	16,11	11,20	6,13	17,32	21,33	12,30	14,18
dicembre 1982	11,83	12,93	7,50	10,99	7,90	4,22	15,40	19,86	8,40	12,66
aprile 1984	12,81	14,16	6,68	10,57	7,90	4,64	13,81	15,08	8,45	11,90
	in punti-base									
Rendimenti obbligazionari ¹ , variazioni										
giugno-dicembre 1982 . . .	-298	-493	-103	-280	-120	-100	- 58	- 89	-213	- 93
dicembre 1982-aprile 1983 . .	- 32	- 67	- 4	- 37	- 50	20	- 85	-209	6	-107
aprile-agosto 1983	100	93	8	50	90	31	- 59	3	57	- 13
agosto-dicembre 1983	6	- 24	- 61	- 88	- 10	- 19	0	- 47	- 45	43
dicembre 1983-aprile 1984 . .	24	121	- 25	33	- 30	10	- 15	-225	- 13	19
Rendimenti obbligazionari ¹ meno tassi del mercato monetario ²										
dicembre 1982	332	273	54	43	128	84	265	84	267	31
aprile 1983	298	301	111	40	220	17	205	- 45	320	114
agosto 1983	297	415	97	131	259	- 2	159	- 6	293	221
dicembre 1983	304	338	48	83	172	66	171	- 70	240	89
aprile 1984	263	393	42	166	206	46	156	-215 ³	240	18

¹ Tassi rappresentativi: per gli Stati Uniti, obbligazioni di società AAA; per il Regno Unito ed i Paesi Bassi, titoli di Stato; per gli altri paesi, vari tipi di titoli del settore pubblico. ² 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, strumenti a tre mesi del mercato monetario. ³ Marzo 1984.

incrementi dei tassi d'interesse a lunga in quasi tutti gli altri paesi industriali, sebbene la maggior parte di essi si trovasse ancora in fase recessiva. Nel caso della Germania, inoltre, l'aumento è sopravvenuto poco dopo la riduzione del saggio di sconto e sulle anticipazioni della Bundesbank. Fra aprile e agosto il margine fra i tassi d'interesse a lungo ed a breve termine si è parimenti ampliato in Canada, nel Regno Unito e in Belgio. In seguito, quando si è accentuata l'inclinazione della curva dei rendimenti negli Stati Uniti, segnalando un rafforzamento delle aspettative inflazionistiche, in Germania i rendimenti obbligazionari sono nel complesso leggermente diminuiti, sebbene fosse stato aumentato il saggio sulle anticipazioni. Nel periodo agosto-dicembre i rendimenti obbligazionari sono calati anche in Canada, Giappone, Regno Unito, Italia e Paesi Bassi, approssimandosi ai livelli dei tassi d'interesse a breve.

Un fattore che potrebbe contribuire a spiegare la stretta relazione fra l'evoluzione dei tassi d'interesse a lungo termine nei diversi paesi durante il periodo di rafforzamento del dollaro è stato il rischio che, particolarmente nei paesi con meccanismi rigidi di determinazione dei salari, il deprezzamento esterno della propria moneta potesse fornire un impulso diretto all'inflazione interna. In tali circostanze la risposta dei tassi a lunga alle flessioni dei tassi del mercato monetario interno è stata limitata. Con l'attenuarsi delle spinte esterne i tassi del mercato finanziario hanno tuttavia potuto riflettere maggiormente l'influsso dei fattori interni.

Agli inizi del 1984, allorché hanno iniziato ad indebolirsi le aspettative in favore del dollaro USA, un ulteriore aumento dei rendimenti obbligazionari negli

Stati Uniti si è ripercosso soltanto in misura limitata sui rendimenti negli altri paesi, e fra gennaio e marzo questi sono di fatto diminuiti in Giappone, Regno Unito, Germania, Paesi Bassi e Italia. In aprile, tuttavia, in presenza di un nuovo rafforzamento del dollaro, i rendimenti obbligazionari sono leggermente risaliti in Canada, Regno Unito, Paesi Bassi e Svizzera.

Fra gli sviluppi positivi degli ultimi due anni sono da annoverare la marcata diminuzione della variabilità di breve periodo dei tassi d'interesse ed una significativa riduzione dei premi di rischio richiesti ai mutuatari con affidabilità di credito men che ottima. Lo scorso anno si è ristretto in molti paesi il margine fra i tassi offerti sui collocamenti dalle istituzioni finanziarie e quelli da esse applicati ai mutuatari. I mercati sono rimasti tuttavia molto sensibili alle variazioni nella percezione del rischio connesso ai tassi d'interesse. Infatti, un nuovo accorciamento delle scadenze ed un accresciuto impiego di strumenti a tasso variabile si sono potuti osservare in molti mercati nell'ultima parte del 1983, allorché stavano accumulandosi le pressioni che si sarebbero rispecchiate nell'andamento dei tassi d'interesse nei primi mesi di quest'anno.

Tassi d'interesse reali

Data la stabilità o la lenta crescita dei tassi d'interesse a lungo termine nel 1983 e l'ulteriore flessione registrata dai tassi di incremento dei prezzi, in molti paesi i tassi d'interesse deflazionati hanno continuato a salire. Pur tenendo conto della possibilità che, come fanno ritenere le inchieste condotte in alcuni paesi, le aspettative inflazionistiche a lungo termine siano più elevate dei saggi di incremento dei prezzi registrati negli ultimi tempi, i tassi d'interesse reali appaiono ora fortemente positivi. Se raffrontati ai loro livelli in precedenti fasi di ripresa economica, gli attuali tassi d'interesse reali risultano particolarmente elevati negli Stati Uniti e in Canada, mentre in alcuni altri paesi, specie in Germania, essi paiono discostarsi meno dall'esperienza del passato.

Tassi d'interesse reali a lungo termine*

Anni	Stati Uniti	Canada	Giappone	Regno Unito	Germania	Francia	Italia	Belgio	Svizzera
	medie del periodo, in percentuale annua								
1982	7,6	5,0	5,4	4,0	3,7	3,9	3,9	4,7	-0,8
1983	8,8	6,9	5,6	6,2	4,9	4,9	3,0	4,1	1,6
1984 (1° trimestre)	7,8	8,1	4,4	5,2	5,0	5,0	3,6	5,2	1,6
Precedenti anni di ripresa									
1968	2,0	3,9	1,7	2,9	4,8	2,4	5,5	3,8	2,0
1972	3,9	3,5	2,2	1,9	2,4	2,0	1,7	1,6	-1,7
1976	2,7	2,9	-0,6	-2,3	3,5	0,9	-3,1	-0,1	3,3

* Basati su dati mensili. Rendimenti di titoli a lungo termine rappresentativi meno le variazioni percentuali su dodici mesi dei prezzi al consumo.

La ripresa degli investimenti privati lo scorso anno negli Stati Uniti, in presenza di un livello senza precedenti dei tassi d'interesse reali, ha costituito per molti osservatori una sorta di paradosso. In parte la spiegazione risiede senza dubbio nel fatto che sia le imprese sia le persone fisiche hanno potuto usufruire di

una deducibilità generalizzata degli interessi passivi ai fini delle imposte. Inoltre, il più favorevole ammortamento fiscale degli investimenti fissi delle imprese, introdotto con le modifiche al regime tributario del 1981, ha offerto notevoli vantaggi in termini di redditività dell'investimento. In aggiunta, la precedente flessione dei tassi d'interesse nominali aveva reso accessibile l'acquisto di abitazioni ad un vasto numero di famiglie, mentre per il settore delle imprese il rialzo delle quotazioni sul mercato azionario aveva ridotto il costo del capitale proprio. D'importanza più generale è il fatto che la moderazione della dinamica salariale e la rapida espansione della domanda aggregata, amplificata dai maggiori disavanzi di bilancio, hanno accresciuto sensibilmente i rendimenti attesi di molti tipi di investimenti aziendali.

In altri paesi le condizioni sono state dissimili, anche se con differenze più o meno pronunciate. In alcuni di essi lo scorso anno sono stati introdotti incentivi fiscali agli investimenti, ed in alcuni casi sono da tempo in vigore sistemi di sovvenzione alle esportazioni e di crediti all'edilizia residenziale. Tuttavia, per il settore famiglie la deducibilità ai fini fiscali degli interessi passivi normalmente non è di portata così ampia come negli Stati Uniti, e in alcuni casi la scarsa redditività delle imprese ha continuato ad impedire ad esse di sfruttare appieno le vigenti agevolazioni tributarie in conto ammortamento. Si aggiunga che le facilitazioni fiscali hanno scarsa incidenza sull'onere che gli alti tassi d'interesse fanno gravare sui mutuatari sovrani nei mercati internazionali. Inoltre questi alti tassi d'interesse hanno aggravato i problemi di aggiustamento nei paesi fortemente indebitati con l'estero.

La combinazione delle politiche, i tassi d'interesse e il meccanismo di trasmissione

Si può ritenere che nel prossimo futuro le politiche monetarie dei principali paesi industriali continueranno ad essere orientate al controllo della crescita dei principali aggregati monetari e, in particolare, dell'andamento dell'inflazione interna. Posti in tale contesto, e in parte di riflesso all'indirizzo della politica di bilancio, gli squilibri presenti e prospettici del binomio risparmio-investimento nelle sue componenti interna ed esterna eserciteranno un influsso determinante sui tassi d'interesse sia reali che nominali. A tale riguardo i programmi dell'operatore pubblico, se commisurati al risparmio del settore privato, sono divenuti un grave motivo di preoccupazione sui mercati dei capitali. Da tempo gli sviluppi sul mercato finanziario statunitense sono dominati da fattori di aspettativa di questo genere, e la fondatezza di tali preoccupazioni è stata confermata dagli eventi.

Per quanto riguarda il processo di trasmissione dei tassi d'interesse, *i tassi d'interesse a breve termine* sono generalmente sensibili alle condizioni del mercato monetario interno, le quali sono in ampia misura sotto il controllo delle autorità monetarie. Tuttavia, nella formulazione delle politiche, le autorità hanno preso atto, nel valutare le implicazioni interne delle politiche medesime, che esiste in vario grado un rapporto di interscambiabilità tra tassi d'interesse a breve e tasso di cambio. Per contro, *i tassi d'interesse a lungo termine*, riflettendo maggiormente le aspettative e le incertezze del mercato sui futuri sviluppi finanziari, sfuggono maggiormente all'influsso delle politiche. Un fattore importante è, a questo riguardo, il tasso atteso di inflazione, che può essere influenzato, ad esempio, dal rischio di monetizzazione del debito pubblico, ma anche dall'impatto potenziale di

ampie variazioni del tasso di cambio sulla dinamica interna dei costi. Ciò può assumere una certa importanza anche negli Stati Uniti, ma è sicuramente di grande rilievo in molti altri paesi. Questo effetto – e in taluni casi la consapevolezza da parte dei mercati dei vincoli che esso pone alla politica del tasso di cambio – può servire a spiegare le ragioni per cui in alcuni paesi i tassi nominali a lungo termine, anziché muoversi in linea con i tassi d'interesse del mercato monetario interno, siano talvolta saliti sulla scia di un'ascesa dei rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti. Inoltre, nella misura in cui i *tassi d'interesse reali* negli Stati Uniti erano alti e la fiducia nel dollaro si manteneva forte, ci si poteva attendere che i tassi d'interesse reali degli altri paesi ne subissero l'influsso.

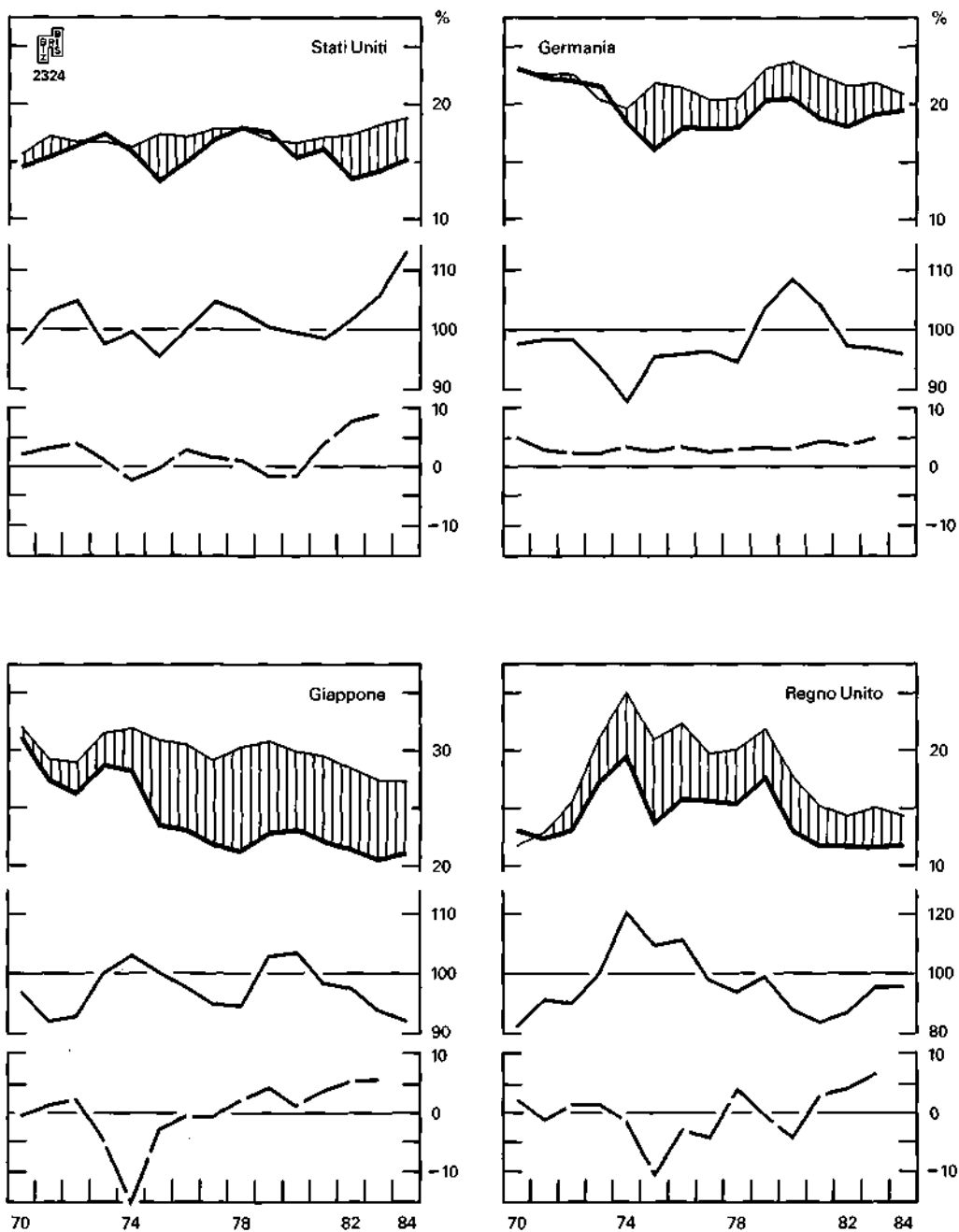
In un contesto di politiche monetarie orientate in via prioritaria al controllo dell'inflazione, i tassi d'interesse reali a lungo termine tendono tuttavia a reagire soprattutto alle condizioni presenti e prospettive della domanda e dell'offerta sui mercati creditizi interni, nonché agli influssi provenienti dall'estero. Ciò è illustrato dal grafico di pagina 83 che pone a raffronto i movimenti dei tassi d'interesse a lungo termine, deflazionati mediante i tassi di incremento dei prezzi al consumo, con gli andamenti degli investimenti privati e del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche, espressi altresì in rapporto al risparmio del settore privato. La relazione tra investimento privato e disavanzo pubblico da un lato, e risparmio privato dall'altro, indica la proporzione in cui il ricorso complessivo al risparmio da parte dei settori pubblico e privato è coperto da fonti interne. La misura in cui il risparmio interno risulta insufficiente rappresenta il disinvestimento finanziario netto del paese nei confronti del resto del mondo, vale a dire in sostanza il disavanzo corrente con l'estero.

Negli Stati Uniti le indicazioni tratte dai dati del passato, allorché i disavanzi di bilancio erano in genere di origine congiunturale, non sono di grande ausilio per una valutazione degli effetti dei disavanzi attuali e prospettici sui tassi d'interesse. E' vero che nel 1981-82 il disavanzo della pubblica amministrazione servì a compensare un forte calo degli investimenti privati e a sostenere l'attività economica, in modo assai simile a quanto avvenne durante la precedente recessione del 1975. Ciò che differenzia la situazione attuale è che i disavanzi dell'Amministrazione federale stanno assumendo un carattere strutturale in quanto, secondo i programmi, essi perdureranno nel prosieguo del ciclo economico. Questa prospettiva, di cui i mercati avevano già avuto percezione nel 1982, ha contribuito a mantenere elevati i tassi d'interesse in rapporto ai tassi correnti d'inflazione, agendo probabilmente attraverso differenti meccanismi. I disavanzi hanno suscitato preoccupazioni circa la persistenza di tensioni sui mercati finanziari; essi possono aver alimentato direttamente le aspettative inflazionistiche; e, rendendo più incerte le prospettive di inflazione, possono aver altresì accresciuto i premi di rischio incorporati nei tassi d'interesse a lungo termine. Si può argomentare che gli alti tassi d'interesse, i nuovi incentivi fiscali al risparmio, o l'aspettativa che i disavanzi avrebbero in definitiva comportato un inasprimento dell'imposizione sono fattori che potrebbero tendere a stimolare il risparmio. Tuttavia le incertezze circa i tempi e l'entità di un eventuale programma di contenimento del deficit di bilancio non possono che aver indebolito la fiducia nella volontà politica di affrontare in modo decisivo il problema del disavanzo.

Lo scorso anno il livello relativamente alto dei tassi d'interesse negli Stati Uniti ha chiaramente contribuito – insieme alle migliorate prospettive dei profitti delle

Disavanzi di bilancio, squilibri fra risparmio e investimento e tassi d'interesse reali¹

||||| disavanzo finanziario pubblico in percentuale del PNL (A)²
 — investimenti interni lordi del settore privato in percentuale del PNL (B)
 — (A)+(B) in rapporto al risparmio interno lordo del settore privato
 - - - tassi d'interesse a lungo termine deflazionati con i prezzi al consumo



¹ Dati basati su fonti nazionali. I valori per il 1983 e 1984 sono provvisori o stimati. ² Disavanzo finanziario (+); per Stati Uniti e Germania, amministrazioni pubbliche; per Giappone e Regno Unito, settore pubblico.

imprese americane e alla percezione di rischi economici e politici in altri paesi — ad attrarre fondi dall'estero e ad alimentare l'apprezzamento del dollaro sui mercati dei cambi. In tale situazione i tassi d'interesse USA si sono mantenuti più bassi di quanto sarebbe altrimenti avvenuto, e gli investimenti privati, schermati in vario modo nei confronti dell'alto costo dell'indebitamento, hanno potuto riprendere slancio. La forza del dollaro ha contribuito a migliorare le ragioni di scambio degli Stati Uniti e a moderare l'inflazione interna, e gli afflussi di fondi dall'estero hanno finanziato un crescente disavanzo di parte corrente che ha rispecchiato sia la sostenutezza, in termini comparativi, della domanda aggregata negli Stati Uniti sia una perdita di competitività di settori esposti alla concorrenza estera.

Per il 1984 è previsto un disavanzo del bilancio federale USA equivalente ad oltre un terzo del risparmio lordo interno del settore privato. In presenza di un concomitante aumento degli investimenti privati, la conseguente insufficienza complessiva di risparmio privato implica un ulteriore ampio afflusso netto di fondi dall'estero per finanziare un crescente disavanzo delle partite correnti. In considerazione delle dimensioni già assunte da questo processo, è sempre più probabile che diminuisca la disponibilità dei non residenti ad accumulare ulteriormente attività in dollari. Ciò potrebbe prima o poi tradursi in un indebolimento del dollaro e in una spinta al rialzo sui tassi d'inflazione negli Stati Uniti. Le tensioni sul mercato del credito potrebbero farsi acute.

In Giappone le esportazioni hanno tratto vantaggio dall'espansione dell'attività economica negli Stati Uniti e dalla sostenutezza del dollaro; tuttavia gli alti tassi d'interesse reali a lungo termine hanno avuto un effetto frenante sulla ripresa degli investimenti privati. Poiché la politica fiscale era già impegnata al fine di ridurre il disavanzo strutturale di bilancio, il compito di sostenere la ripresa economica è stato affidato alla politica monetaria. I tassi d'interesse nominali a breve termine sono rimasti decisamente al di sotto di quelli statunitensi. La quota di risparmio privato è rimasta molto elevata rispetto ai livelli internazionali ed è servita a controbilanciare sia l'ampio disavanzo finanziario del settore pubblico (incluse le imprese pubbliche) sia la crescente eccedenza della bilancia delle partite correnti. Poiché in precedenza erano stati allentati i vincoli ai movimenti di capitali, una parte del risparmio giapponese è defluito all'estero, per effetto dell'incentivo in termini di tassi d'interesse e allo scopo di diversificare il portafoglio. Gli alti tassi d'interesse reali in Giappone paiono essere stati influenzati fortemente da quelli dei mercati internazionali, sebbene la deregolamentazione finanziaria, proceduta a ritmo rapido, potrebbe avere costituito un ulteriore importante fattore.

Per la Germania e il Regno Unito l'interscambio diretto con gli Stati Uniti è di dimensioni limitate, ma riveste una notevole importanza la concorrenza reciproca sui mercati terzi. In entrambi i paesi sono stati compiuti considerevoli progressi negli ultimi anni nel ridurre i disavanzi strutturali di bilancio, e la gestione del mercato monetario è stata imperniata in ampia misura sull'osservanza degli obiettivi di espansione monetaria. In Germania, dal 1981 e soprattutto dagli inizi del 1983, si sono avuti differenziali notevolmente ampi a favore dei tassi a breve sul dollaro. In presenza di un'inflazione relativamente bassa e decrescente, i tassi d'interesse a lungo termine, sebbene alquanto sensibili agli sviluppi sui mercati finanziari esteri, sono rimasti particolarmente stabili in termini reali. Nel Regno Unito, dove la forte

decelerazione dell'inflazione a partire dal 1980 ha sopravanzato il calo dei tassi d'interesse nominali, si può osservare un aumento dei tassi reali a lungo termine.

In tutti e tre i casi – Giappone, Germania e Regno Unito – il livello dei tassi d'interesse reali a lungo termine appare più alto di quanto ci si attenderebbe sulla base dei soli fattori interni. In questi tre paesi la combinazione delle politiche monetaria e fiscale è stata a grandi linee appropriata, mentre la pressione della domanda interna, come indicato nel grafico dal rapporto fra il disavanzo pubblico più gli investimenti privati e il risparmio interno del settore privato, è stata alquanto debole. La ragione deve in parte risiedere nel fatto che, nonostante l'effetto attenuante che può essere provenuto dai mercati dei cambi, i tassi d'interesse in questi paesi sono stati influenzati da quelli presenti negli Stati Uniti.

In termini generali, i canali attraverso i quali gli influssi della combinazione delle politiche negli Stati Uniti si sono trasmessi all'estero sono principalmente tre: anzitutto, l'impatto diretto della domanda aggregata sul saldo con l'estero; in secondo luogo, la perdita di competitività derivante dall'apprezzamento del dollaro; infine – ed è questo l'aspetto di maggior rilievo in questo contesto – l'influsso diretto, e in termini di aspettative, dei tassi d'interesse statunitensi su quelli dei mercati internazionali ed esteri. L'aspetto inconsueto nel caso degli Stati Uniti è la perdurante sostenutezza della moneta in presenza di un disavanzo strutturale di bilancio di dimensioni così abnormi. La credibilità della politica monetaria orientata al controllo degli aggregati come strumento per contrastare l'inflazione, gli alti tassi d'interesse reali e il ruolo internazionale del dollaro sono tutti elementi che concorrono a spiegare questo fenomeno. L'importanza delle attività denominate in dollari sui mercati finanziari mondiali implica che l'evoluzione dei tassi d'interesse negli Stati Uniti esercita inevitabilmente un importante influsso sugli sviluppi in campo finanziario, nonché sulle politiche monetarie e del tasso di cambio degli altri paesi.

Negli Stati Uniti vi è ora in linea generale il rischio di una ricomparsa dell'inflazione, nel caso in cui l'economia dovesse continuare ad espandersi rapidamente. Invero nella primavera del 1984, con il rialzo dei tassi d'interesse vi erano già indicazioni di crescenti tensioni sui mercati finanziari. Considerando le implicazioni sull'espansione equilibrata, all'interno, e sulla situazione dei paesi fortemente indebitati, all'estero, la prospettiva di una nuova fase ascendente dei tassi d'interesse appariva assai inopportuna. Era opinione ampiamente condivisa che l'attuazione di efficaci misure per contenere il disavanzo di bilancio avrebbe offerto le maggiori possibilità di successo nell'evitare una simile evoluzione. Per quanto concerne vari altri paesi, ci si può attendere che verranno proseguiti gli sforzi tesi a ridurre gli squilibri strutturali di bilancio e a mantenere una moderata dinamica salariale, nella consapevolezza che anche un miglior equilibrio nella politica economica interna è condizione indispensabile per ridurre i tassi d'interesse e per accrescere il margine a disposizione degli investimenti interni e della crescita economica.

V. IL COMMERCIO E I PAGAMENTI INTERNAZIONALI

Aspetti salienti

L'evoluzione del commercio mondiale e delle bilance dei pagamenti nel 1983 è stata caratterizzata da due importanti aspetti positivi. In primo luogo, il volume del commercio mondiale ha ricominciato ad espandersi, acquistando gradualmente slancio nel corso dell'anno, grazie alla ripresa dell'attività economica nei paesi industriali, trainata dalla vigorosa espansione negli Stati Uniti. In secondo luogo, l'effetto congiunto della ripresa del commercio internazionale e dei notevoli sforzi di aggiustamento dei paesi deficitari ha dato luogo ad alcuni sostanziali miglioramenti nella configurazione dei saldi correnti a livello mondiale. I progressi più marcati si sono avuti nella posizione delle partite correnti aggregate dei paesi in via di sviluppo non OPEC, laddove l'aggiustamento era maggiormente necessario, e dei paesi sviluppati al di fuori del Gruppo dei Dieci. Si sono inoltre ridotti i disavanzi correnti di alcuni paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci, mentre nel corso dell'anno la bilancia aggregata delle partite correnti dei paesi OPEC è tornata in equilibrio.

D'altro canto, nel corso del 1983 sono emersi ingenti squilibri nelle partite correnti dei due maggiori paesi industriali. Negli Stati Uniti, l'eccezionale aumento del deficit ha principalmente riflesso l'influenza della ripresa interna e una perdita di competitività internazionale. L'aumento dell'attivo del Giappone ha tratto origine dalla combinazione di una forte crescita delle esportazioni e di una domanda di importazioni stabile dovuta in parte ad una maggiore efficienza nell'utilizzo delle materie prime importate.

Anche se il progresso verso un miglior equilibrio delle partite correnti conseguito lo scorso anno da molti paesi è stato, in misura significativa, il risultato del contenimento delle importazioni, esso non sarebbe stato possibile senza il forte aumento della domanda di importazioni degli USA e il parallelo deterioramento delle partite correnti di quel paese. I benefici della ripresa del commercio mondiale trainata dagli Stati Uniti non si sono peraltro distribuiti in maniera omogenea. Tra i paesi industriali, il Giappone si è trovato nella posizione migliore per trarre vantaggio dalla svolta ciclica positiva. Tra i PVS, i paesi dell'Asia orientati ai mercati esteri hanno registrato tassi di crescita delle esportazioni tali da permettere loro di allentare le restrizioni sulle importazioni, mentre altri paesi, specialmente dell'America Latina, hanno dovuto ulteriormente ricorrere a tagli delle importazioni per migliorare la propria posizione sull'estero.

Per quel che riguarda i movimenti di capitale, l'aspetto saliente dell'evoluzione nel 1983 è stato che il finanziamento del disavanzo in rapida crescita delle partite correnti USA si è accompagnato ad un ulteriore apprezzamento del dollaro. In altri termini, il fattore traente alla base di tale apprezzamento è stato un afflusso di capitali di ampiezza senza precedenti il quale, a sua volta, ha contribuito all'aggravarsi del passivo corrente USA. Negli altri paesi, il miglioramento dei disavanzi di parte corrente ha comportato una notevole riduzione nel fabbisogno di finanziamento esterno. Tuttavia, in un certo numero di paesi fortemente indebitati,

specie in America Latina, il finanziamento del deficit delle partite correnti ha dovuto essere concordato sotto l'egida del Fondo Monetario Internazionale.

Nonostante i miglioramenti conseguiti lo scorso anno, per molti aspetti nella primavera del 1984 le prospettive circa l'evoluzione delle bilance dei pagamenti a livello mondiale non sono ancora prive di ombre. In primo luogo, la struttura della bilancia dei pagamenti USA è chiaramente insoddisfacente. Il disavanzo corrente previsto per il 1984 e, implicitamente, gli afflussi di capitale richiesti per finanziarlo non sembrano sostenibili e costituiscono una minaccia potenziale per la stabilità finanziaria internazionale. In secondo luogo, sembra probabile che l'avanzo giapponese aumenti ancora, con la possibilità che si accrescano gli attriti nell'interscambio commerciale. Infine, i paesi fortemente indebitati dell'America Latina sono ancora ben lontani dal raggiungere una posizione esterna finanziabile autonomamente che permetta una ripresa della crescita economica interna.

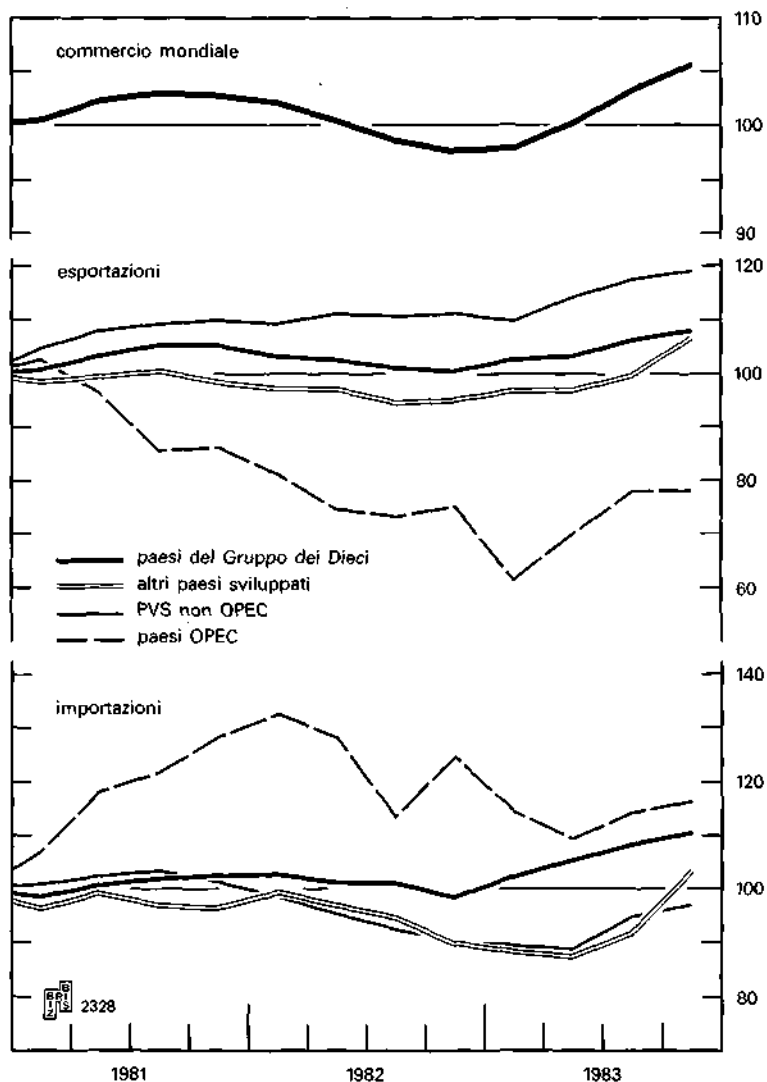
Il commercio mondiale

Nel 1983 il volume del commercio mondiale si è espanso del 2% dopo il calo del 2,5% registrato l'anno precedente. Cionondimeno, a partire dal 1979 l'interscambio è stato stagnante più che in qualsiasi altro periodo confrontabile successivo alla seconda guerra mondiale. I prezzi in dollari dell'interscambio mondiale sono calati del 4,5% nel 1983, per il terzo anno consecutivo, e il valore del commercio mondiale si è ridotto del 2,5% circa, scendendo a \$1.900 miliardi. In termini di volume gli scambi di prodotti manufatti sono aumentati di poco meno del 4%, mentre quelli di prodotti minerari (compreso il petrolio) sono diminuiti di un ulteriore 6%; gli scambi di prodotti agricoli, infine, sono cresciuti del 2%.

Nel complesso dell'anno il movimento dell'interscambio in volume nei principali gruppi di paesi ha mostrato una configurazione decisamente differenziata. I soli paesi che nell'insieme hanno registrato un aumento delle importazioni reali, di più del 5%, sono stati quelli del Gruppo dei Dieci; i due terzi di questa espansione sono attribuibili agli Stati Uniti. In tutti gli altri gruppi di paesi, per contro, il volume delle importazioni è diminuito. Nei paesi sviluppati al di fuori del Gruppo dei Dieci la riduzione, di circa il 2%, è stata grosso modo pari a quella dell'anno precedente. Nei PVS non OPEC il calo è stato di circa l'1,5%, cioè assai più ridotto di quello (7%) segnato nel 1982, sebbene le variazioni delle quantità siano state assai diverse da paese a paese. Infine, nei paesi OPEC, dove nel 1982 le importazioni in termini reali erano ancora state crescenti, l'emergere di vincoli esterni ha condotto ad una contrazione di ben il 9%. La crescita delle esportazioni si è distribuita in modo più omogeneo, avendo riguardato tutti i paesi salvo quelli OPEC, per i quali il ristagno della domanda di petrolio nei primi mesi del 1983 ha causato un ulteriore calo delle esportazioni, pari al 6% nell'anno. Nei paesi del Gruppo dei Dieci un aumento del 3% ha compensato la contrazione dell'anno precedente; nei paesi industriali minori la crescita delle esportazioni è salita al 4% e nei PVS non OPEC è più che raddoppiata, raggiungendo il 5%.

Tuttavia, come si può osservare nel grafico seguente, con il procedere dell'anno tutti i gruppi di paesi hanno partecipato all'espansione. La ripresa della crescita del commercio mondiale è stata innescata dai paesi del Gruppo dei Dieci,

Volume dell'interscambio mondiale; 1981-83*
Quarto trimestre 1980 = 100



* Dati destagionalizzati.

la cui domanda di importazioni, principalmente quella degli Stati Uniti, ha cominciato ad accelerare alla fine del 1982. Inoltre, la corrispondente crescita delle esportazioni è stata inizialmente limitata all'interno del Gruppo dei Dieci, dando luogo a un aumento di circa il 4% dell'interscambio fra i paesi del Gruppo stesso. L'impulso si è quindi gradualmente trasmesso ad altri gruppi di paesi, le cui esportazioni in volume, soprattutto quelle dei paesi OPEC, hanno cominciato ad aumentare sensibilmente dopo il primo trimestre del 1983. Il ritardo con cui hanno reagito le importazioni in volume al di fuori del Gruppo dei Dieci va principalmente attribuito al mantenimento di politiche di restrizione delle importazioni in molti paesi. Cionondimeno, nella seconda metà dell'anno, la ripresa ha assunto un carattere più generale, e il commercio mondiale è cresciuto di quasi il 6% rispetto al semestre precedente.

Infine, l'evoluzione assai differenziata dei prezzi in dollari delle principali categorie di merci oggetto di interscambio – il prezzo medio dei prodotti manufatti è diminuito del 3% e quello del petrolio del 12%, mentre il prezzo delle materie prime è aumentato del 7% – ha inciso sull'andamento delle ragioni di scambio dei singoli gruppi. Un ampio peggioramento, pari al 9%, nei prezzi relativi dell'interscambio dei paesi OPEC si è rispecchiato principalmente in un miglioramento di circa il 2% delle ragioni di scambio dei paesi industriali. I PVS non OPEC, per la prima volta dal 1977, hanno registrato un lieve miglioramento delle ragioni di scambio, pari a circa lo 0,5%.

Gli andamenti generali delle bilance dei pagamenti

La configurazione dei saldi delle partite correnti dell'anno passato – che emerge dalla tabella di pagina 90 – rispecchia i diffusi sforzi di aggiustamento, che hanno portato ad un assetto globale dei pagamenti per molti aspetti più equilibrato che in passato. D'altro canto, sono emersi ampi squilibri nelle bilance dei pagamenti degli Stati Uniti e del Giappone. Inoltre, il quadro delle partite correnti a livello mondiale resta offuscato a causa delle discrepanze statistiche. Nel 1983 solo circa la metà della somma dei miglioramenti registrati nelle posizioni dei saldi correnti ha avuto una contropartita nei peggioramenti rilevati; di conseguenza, la discrepanza delle partite correnti mondiali è diminuita di \$ 28 miliardi, in seguito alla ricomparsa del tradizionale avanzo nella bilancia commerciale mondiale e ad una riduzione nel disavanzo globale delle partite invisibili.

L'aggiustamento nelle posizioni delle partite correnti aggregate è stato particolarmente pronunciato nei PVS non OPEC e nei paesi industriali al di fuori del Gruppo dei Dieci, i cui disavanzi sono diminuiti di \$ 21 e 13 miliardi rispettivamente, scendendo a livelli che, in relazione al PNL, non sono di molto superiori a quelli registrati prima del secondo shock petrolifero. All'interno di questi gruppi i miglioramenti più vistosi sono stati ottenuti, nella maggior parte dei casi, da paesi che avevano avuto in precedenza disavanzi molto ampi. Un aggiustamento considerevole ha avuto luogo anche nei paesi OPEC, nei quali il conseguimento di una posizione di equilibrio delle partite correnti nella seconda metà dell'anno ha limitato il deficit su base annua a \$ 19 miliardi, cifra non molto superiore a quella dell'anno precedente. Per il secondo anno consecutivo, i paesi ad economia pianificata hanno registrato un avanzo di dimensioni notevoli, la maggior parte del quale è attribuibile a URSS e Cina. Nei paesi del Gruppo dei Dieci, il cui disavanzo aggregato è raddoppiato, portandosi a \$ 11 miliardi, le riduzioni significative del deficit delle partite correnti ottenute da numerosi paesi sono state eclissate dall'emergere di un passivo di \$ 41,3 miliardi negli Stati Uniti e di un'eccedenza di \$ 20,8 miliardi in Giappone.

Escludendo alcuni importanti paesi debitori, il finanziamento dei disavanzi correnti dello scorso anno non ha posto particolari difficoltà. Negli Stati Uniti, grazie principalmente ad afflussi netti di capitali eccezionalmente ampi attraverso il sistema bancario, il crescente deficit è stato finanziato agevolmente, come ha dimostrato l'apprezzamento del dollaro. Negli altri paesi del Gruppo dei Dieci nel 1983 il deflusso aggregato di capitali è rimasto pressoché invariato, e in alcuni paesi i miglioramenti delle partite correnti si sono tradotti in ampia misura in un

Saldi delle partite correnti; 1981-83¹

Paesi ed aree	Saldo commerciale (f.o.b.)			Saldo delle partite invisibili			Saldo delle partite correnti		
	1981	1982	1983	1981	1982	1983	1981	1982	1983
	miliardi di dollari USA								
Canada	6,2	14,8	14,6	-11,0	-12,4	-13,3	- 4,8	2,4	1,3
Francia	-10,0	-15,8	- 7,7	5,2	3,7	3,9	- 4,8	-12,1	- 3,8
Germania	15,5	24,3	21,0	-21,3	-20,8	-17,0	- 5,8	3,5	4,0
Giappone	20,0	18,1	31,5	-15,2	-11,2	-10,7	4,8	6,9	20,8
Italia	-10,6	- 7,9	- 3,1	2,5	2,4	3,6	- 8,1	- 5,5	0,5
Paesi Bassi	3,8	4,6	4,0	- 1,0	- 1,0	- 0,6	2,8	3,6	3,4
Regno Unito	7,5	4,2	- 0,8	7,5	5,5	3,9	15,0	9,7	3,1
Stati Uniti	-28,1	-36,4	-61,1	32,7	25,2	19,8	4,6	-11,2	-41,3
Svezia	1,6	0,8	3,1	- 4,4	- 4,4	- 4,2	- 2,8	- 3,6	- 1,1
Svizzera	- 3,3	- 2,1	- 3,0	6,1	5,7	5,9	2,8	3,6	2,9
UEBL	- 4,7	- 3,6	- 1,9	0,5	1,1	1,4	- 4,2	- 2,5	- 0,5
<i>Paesi del Gruppo dei Dieci</i>	<i>- 2,1</i>	<i>1,0</i>	<i>- 3,4</i>	<i>1,6</i>	<i>- 6,2</i>	<i>- 7,3</i>	<i>- 0,5</i>	<i>- 5,2</i>	<i>-10,7</i>
Australia	- 2,3	- 2,7	0,1	- 6,0	- 5,9	- 5,5	- 8,3	- 8,6	- 5,4
Austria	- 4,8	- 3,3	- 3,4	3,3	3,7	3,3	- 1,5	0,4	- 0,1
Danimarca	- 0,9	- 0,8	- 0,1	- 0,9	- 1,5	- 1,2	- 1,8	- 2,3	- 1,3
Finlandia	0,7	0,3	0,2	- 1,0	- 1,2	- 1,1	- 0,3	- 0,9	- 0,9
Grecia	- 6,7	- 5,9	- 5,4	4,3	4,0	3,5	- 2,4	- 1,9	- 1,9
Irlanda	- 2,2	- 1,6	- 0,6	0,1	0,1	0,2	- 2,1	- 1,5	- 0,4
Israele	- 3,5	- 3,3	- 4,1	2,1	1,2	1,8	- 1,4	- 2,1	- 2,3
Jugoslavia	- 3,1	- 2,0	- 1,3	2,2	1,5	1,6	- 0,9	- 0,5	0,3
Norvegia	3,0	2,4	4,4	- 0,8	- 1,7	- 2,2	2,2	0,7	2,2
Nuova Zelanda	- 0,0	- 0,2	0,9	- 1,4	- 1,2	- 1,5	- 1,4	- 1,4	- 0,6
Portogallo	- 5,1	- 4,9	- 2,9	2,5	1,6	1,3	- 2,6	- 3,3	- 1,6
Spagna	-10,1	- 9,2	- 7,4	5,1	5,0	4,9	- 5,0	- 4,2	- 2,5
Sud Africa	- 0,2	0,7	3,9	- 4,3	- 3,7	- 3,6	- 4,5	- 3,0	0,3
Turchia	- 3,1	- 2,0	- 2,4	1,3	1,2	0,4	- 1,8	- 0,8	- 2,0
<i>Altri paesi sviluppati</i>	<i>-38,3</i>	<i>-32,5</i>	<i>-18,1</i>	<i>6,5</i>	<i>3,1</i>	<i>1,9</i>	<i>-31,8</i>	<i>-29,4</i>	<i>-16,2</i>
<i>Totale paesi sviluppati</i>	<i>-40</i>	<i>-32</i>	<i>-22</i>	<i>8</i>	<i>- 3</i>	<i>- 5</i>	<i>-32</i>	<i>-35</i>	<i>-27</i>
Paesi OPEC ²	126	63	44	-75	-78	-63	51	-15	-19
PVS non OPEC ³	-65	-45	-26	-17	-19	-17	-82	-64	-43
<i>Totale PVS</i>	<i>61</i>	<i>18</i>	<i>18</i>	<i>-92</i>	<i>-97</i>	<i>-80</i>	<i>-31</i>	<i>-79</i>	<i>-62</i>
Economia pianificate ⁴	2	14	15	- 5	- 2	- 0	- 3	12	15
Totale complessivo	23	0	11	-89	-102	-85	-66	-102	-74

¹ Sulla base delle transazioni. ² Paesi OPEC (Algeria, Arabia Saudita, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Venezuela) più Oman. ³ Il gruppo dei PVS non OPEC comprende tutti i paesi che non appartengono ad altri gruppi riportati in questa tabella. Questa definizione, tuttavia, differisce da quella adottata nei Capitoli VI e VII ed i dati sui PVS non OPEC non sono pertanto interamente confrontabili con quelli riportati nei due capitoli menzionati. ⁴ Bulgaria, Cecoslovacchia, Polonia, Repubblica Democratica Tedesca, Repubblica Popolare Cinese, Romania, Ungheria e URSS.

Fonti: FMI, OCSE, statistiche nazionali e stime BRI.

rafforzamento delle posizioni monetarie ufficiali nette. Negli altri gruppi di paesi, le diminuzioni dei disavanzi delle partite correnti hanno grandemente facilitato il rispettivo finanziamento, e sono stati possibili modesti aumenti delle riserve ufficiali sia nei PVS non OPEC sia nei paesi industriali al di fuori del Gruppo dei Dieci, malgrado una forte riduzione degli afflussi di fondi dal settore bancario internazionale. Tuttavia, per alcuni dei paesi fortemente indebitati è stato necessario ricorrere a schemi coordinati di finanziamento internazionale.

Date le ampie variazioni intervenute durante il 1983 nei conti con l'estero degli Stati Uniti e la loro importanza per gli altri paesi, l'esame degli andamenti delle bilance dei pagamenti dei principali gruppi e dei singoli paesi inizia con un'analisi della bilancia dei pagamenti USA.

La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti

Il peggioramento nelle *partite correnti* degli Stati Uniti, che è cominciato nella seconda metà del 1982, si è nettamente accelerato nel 1983, durante il quale il disavanzo è salito a \$41,3 miliardi. Nell'ultimo trimestre del 1983 il deficit aveva raggiunto quasi \$64 miliardi su base annua destagionalizzata, e si stima che nel primo trimestre del 1984 esso sia ulteriormente aumentato, portandosi a oltre \$80 miliardi. Gran parte del deterioramento delle partite correnti nel 1983 è derivata dalla bilancia commerciale, ma si sono anche prodotti un calo di \$5,4 miliardi nell'avanzo delle partite invisibili, dovuto principalmente ai maggiori esborsi netti per viaggi, e un calo di \$3,7 miliardi negli introiti netti per redditi da capitale. Quest'ultima riduzione ha riflesso un pronunciato aumento nei ricavi di non residenti sugli investimenti diretti negli Stati Uniti e minori introiti da investimenti di portafoglio all'estero, a causa sia dell'ampliarsi del differenziale fra tassi d'interesse USA ed esteri sia della variazione intervenuta nella consistenza netta delle attività di portafoglio, associata agli ampi afflussi netti bancari negli Stati Uniti.

L'aumento del disavanzo commerciale degli Stati Uniti dello scorso anno ha segnato la continuazione di un processo iniziato nel 1981. Da allora numerosi fattori, sia positivi che negativi, hanno avuto importanti conseguenze sulla bilancia commerciale; una stima dell'importanza relativa di questi fattori è riportata nella tabella seguente.

Stati Uniti: componenti stimate delle variazioni dei saldi commerciali; 1981-83

Anni	Variazioni nella bilancia commerciale	componenti delle variazioni in				
		importazioni di petrolio	ragioni di scambio (escluso petrolio)	mercati di esportazione ¹	domanda interna ²	competitività e altri fattori
miliardi di dollari USA						
1981	- 2,5	1 1/2	15 1/2	8 1/2	- 9	-19
1982	- 8,3	16 1/2	2 1/2	-17 1/2	3	-13
1983	-24,7	7 1/2	6 1/2	0	-14	-25
1981-83	-35,5	25 1/2	24 1/2	- 9	-20	-57

¹ Crescita in volume delle importazioni di *partners* commerciali degli USA, ponderate in base alle rispettive quote nelle esportazioni USA. ² Escluse le importazioni di petrolio.

Considerando dapprima i fattori positivi, si osserva fra il 1981 e il 1983 un calo di \$25,5 miliardi, ovvero di un terzo, negli esborsi USA per le importazioni di petrolio grezzo e prodotti petroliferi. Anche se ha in certa misura riflesso la diminuzione del prezzo medio del petrolio importato, da \$35 a \$28,5 a barile, questo calo va principalmente ascritto ad una notevole contrazione delle quantità. Persino nel 1983, quando la domanda interna è aumentata vivacemente, le importazioni di petrolio sono diminuite del 2% in termini reali, portando al 28% la riduzione cumulativa dal 1980. Questo notevole risultato è stato reso possibile dal risparmio energetico (il consumo di petrolio è diminuito nel 1983 per il quinto anno consecutivo), da una riduzione delle scorte e da una leggera espansione della produzione nazionale.

Nel periodo 1981-83, la bilancia commerciale USA ha anche tratto un considerevole beneficio da variazioni nelle ragioni di scambio non petrolifere. Principalmente a causa della sostenutezza del dollaro, il cui tasso di cambio effettivo medio annuo si è apprezzato del 35% fra il 1980 e il 1983, le ragioni di scambio non petrolifere hanno segnato un miglioramento cumulativo del 12% nei tre anni passati, influenzando positivamente in misura di \$24,5 miliardi sul saldo commerciale.

L'influenza di questi fattori positivi, tuttavia, è stata più che controbilanciata dalla sfavorevole incidenza che hanno avuto sul volume dell'interscambio il restringimento dei mercati di esportazione, la crescita della domanda interna e altri fattori, primo fra tutti la perdita di competitività internazionale. Per quel che riguarda i mercati di esportazione dei prodotti statunitensi, il fatto che nel 1981 Canada e America Latina, insieme, abbiano assorbito più di un terzo delle esportazioni complessive USA ha comportato che in seguito gli Stati Uniti abbiano particolarmente risentito della debolezza di questi mercati, derivante dalla recessione in Canada e da problemi debitori in America Latina. Si può stimare che i mercati delle esportazioni USA nel 1982 si siano contratti di quasi l'8% (ovvero di una percentuale pari ad un triplo della diminuzione dell'interscambio reale mondiale) comportando una perdita di esportazioni valutabile in \$17,5 miliardi. Anche se nel 1983 questo declino si è arrestato, i mercati di esportazione USA sono rimasti stagnanti in confronto alla crescita dell'interscambio mondiale. Se la domanda nei mercati di esportazione nei tre anni precedenti avesse mantenuto lo stesso ritmo di espansione dell'interscambio mondiale, le esportazioni statunitensi sarebbero state superiori di \$9 miliardi alla loro cifra effettiva.

Questo effetto sfavorevole esercitato sul saldo commerciale dalla debolezza dei mercati di esportazione è stato in generale rafforzato dalle pressioni della domanda interna negli Stati Uniti. Infatti, mentre una diminuzione della domanda dell'1% nel 1982 ha ridotto le importazioni di circa \$3 miliardi, la vitalità della domanda nel 1981 e, in particolare nel 1983, si stima abbia aumentato il volume delle importazioni di ben \$23 miliardi.

L'influenza negativa di gran lunga maggiore sulla bilancia commerciale USA dal 1981 è costituita dagli "altri fattori"; fra questi il più importante è stato certamente la perdita di competitività internazionale derivata dall'effetto ritardato dell'apprezzamento del dollaro in termini di tasso di cambio effettivo reale. Questa influenza può essere osservata sia nell'evoluzione delle principali categorie merceologiche di esportazione, sia negli andamenti del commercio estero con i diversi gruppi di paesi.

Considerando l'evoluzione delle più importanti categorie delle esportazioni USA, fra il 1981 e il 1983 la quota americana sul totale delle esportazioni dei paesi OCSE è diminuita del 5% nel caso dei prodotti agricoli e delle materie prime non petrolifere, mentre nel settore dei manufatti – più sensibili a variazioni della competitività internazionale – la quota è calata del 9%. Analogamente, mentre il volume complessivo delle esportazioni agricole USA si è contratto del 10,5% nel corso degli ultimi tre anni, quello dei prodotti non agricoli è diminuito di ben il 22,5%. Dal lato delle importazioni, per contro, le variazioni del volume sono state – almeno fino alla metà del 1983 – pressoché in linea con l'evoluzione della domanda interna, indicando che i movimenti nella competitività si sono tradotti in variazioni dei margini di profitto anziché dei volumi. Ciò farebbe ritenere che i concorrenti esteri abbiano considerato i guadagni di competitività come soltanto temporanei, e quindi non tali da giustificare una significativa espansione della capacità produttiva, oppure che essi si siano trattenuti dall'intensificare la loro penetrazione sul mercato statunitense al fine di non provocare restrizioni commerciali.

Il deterioramento della competitività, insieme al restringersi dei mercati di esportazione, ha parimenti influenzato la configurazione dell'interscambio con i vari paesi. Come mostrato nella tabella seguente, il peggioramento più ampio è quello nei confronti degli altri paesi industriali, rispetto ai quali il saldo è passato da un'eccedenza di \$ 9,3 miliardi nel 1980 a un passivo di \$ 27,4 miliardi nel 1983. Al secondo posto viene il peggioramento nei confronti dei PVS non OPEC, dove il modesto avanzo del 1980 ha fatto posto ad un deficit di \$ 24,7 miliardi nel 1983. La maggior parte di questo deterioramento si è prodotta in conseguenza delle politiche di aggiustamento adottate nei paesi dell'America Latina. Inoltre, dopo il 1981 sono aumentate le importazioni di petrolio dal Messico. Lo spostamento verso fonti di offerta di greggio non OPEC, unitamente alla forte diminuzione delle importazioni totali di petrolio, ha rappresentato la ragione principale del notevole miglioramento del saldo dell'interscambio USA con il gruppo dei paesi OPEC.

Stati Uniti: variazioni dei saldi commerciali per gruppi di paesi; 1981-83

Anni	Saldo commerciale totale	Paesi industriali	Canada	Giappone	Paesi OPEC	PVS non OPEC	America Latina	Europa orientale
miliardi di dollari USA								
1981	- 2,5	-11,7	1,0	- 5,4	9,4	- 0,4	1,9	0,2
1982	- 8,3	-14,4	- 6,9	- 1,2	18,0	-11,7	- 9,5	- 0,2
1983	-24,2	-10,6	- 1,2	- 2,6	0,8	-13,2	- 7,8	- 1,2
1981-83	-35,0	-36,7	- 7,1	- 9,2	28,2	-25,3	-15,4	- 1,2

Per quel che riguarda i *movimenti di capitali*, nel 1983 si è prodotto un cambiamento di rilievo nella struttura degli afflussi netti negli Stati Uniti. Gli afflussi netti bancari hanno finanziato quasi i due terzi del disavanzo di parte corrente, mentre gli afflussi non bancari identificati e, in misura ancora maggiore gli afflussi non identificati, sono diminuiti in modo considerevole rispetto ai livelli del 1982.

Il totale degli afflussi non bancari identificati negli Stati Uniti è calato fra il 1982 e il 1983 da \$17,3 miliardi a soli \$2,8 miliardi. Gli afflussi netti per investimenti diretti sono diminuiti di \$11,5, portandosi a \$1,9 miliardi, essenzialmente a causa di una ripresa degli investimenti netti all'estero di residenti americani. Oltre a ciò, le attività nette delle imprese USA del settore non bancario verso soggetti esteri diversi dalle affiliate, che si erano ridotte di \$3,9 miliardi nel 1982, nei primi tre trimestri dello scorso anno sono aumentate di \$4,2 miliardi, di cui la maggior parte ha rappresentato un'acquisizione netta di attività finanziarie. Compensando parzialmente questi movimenti, un aumento negli acquisti di titoli USA da parte di non residenti ha determinato un incremento da \$5,2 a 9,7 miliardi degli afflussi netti per investimenti di portafoglio.

Stati Uniti: bilancia dei movimenti di capitali; 1981-83

Voci	1981	1982	1983				
			anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
miliardi di dollari USA							
Saldo dei movimenti di capitali	-30,2	-27,8	29,1	- 4,6	8,8	12,4	12,4
Capitali identificati non bancari	11,5	17,3	2,8	0,7	2,7	- 0,6	- 0,1
Investimenti diretti (netti)	12,3	13,4	1,9	2,4	1,3	- 1,4	- 0,4
<i>all'estero</i>	- 9,7	3,0	- 7,6	0,3	- 0,9	- 4,5	- 2,4
<i>negli Stati Uniti</i>	22,0	10,4	9,5	2,1	2,2	3,2	2,1
Operazioni in titoli (netti)	4,5	5,2	9,7	4,1	2,5	1,2	1,8
<i>titoli esteri</i>	- 5,6	- 8,0	- 7,5	- 1,8	- 3,2	- 1,6	- 0,9
<i>titoli del Tesoro USA</i>	3,0	7,0	8,6	2,9	3,1	1,0	1,6
<i>altri titoli USA</i>	7,2	6,1	8,6	3,0	2,6	1,8	1,1
Altri capitali privati non bancari (netti)	- 0,2	3,9	- 4,2 ¹	- 4,5	- 0,3	0,6	.
Altri capitali del settore pubblico (netti)	- 5,1	- 5,2	- 4,6	- 1,3	- 0,8	- 1,0	- 1,5
Flussi bancari (netti)	-41,7	-45,1	26,3	- 5,3	6,1	13,0	12,5
Discrepanza statistica	24,2	41,4	7,1	8,8	- 0,6	1,8	- 2,9
Variazioni in:							
<i>posizione monetaria ufficiale netta</i> ²	1,4	- 2,4	4,6	- 0,5	1,6	- 2,2	5,7
<i>attività (= aumento)</i>	- 4,1	- 5,0	- 1,2	- 0,8	0,0	0,5	- 1,0
<i>passività (= diminuzione)</i>	5,5	2,7	5,8	0,3	1,6	- 2,8	6,7

Nota: la somma delle singole voci può non coincidere con il totale a causa degli arrotondamenti.

¹ Primi tre trimestri. ² Escludendo l'assegnazione di DSP e gli aggiustamenti di cambio; il segno negativo indica un miglioramento.

La discrepanza statistica nella bilancia dei pagamenti USA - che si considera riflettere principalmente transazioni non identificate in conto capitale - nel 1982 aveva mostrato afflussi netti per oltre \$40 miliardi. Nel 1983 questi afflussi sono scesi a soli \$7,1 miliardi ed hanno avuto luogo quasi interamente nel primo trimestre dell'anno. Sembra probabile che un motivo di questa notevole variazione sia stato il fatto che è scemato il flusso di capitali in fuga diretti negli Stati Uniti, in particolare quello proveniente dall'America Latina, allorché sono state adottate politiche di stabilizzazione in alcuni dei più importanti paesi debitori. Inoltre, è possibile che la diminuzione del differenziale tra tassi d'interesse a breve e a lunga sul dollaro possa aver indotto gli investitori esteri a spostare gli investimenti verso

il settore del dollaro a breve, per il quale le segnalazioni statistiche sono più complete. Nella misura in cui tali investimenti hanno assunto la forma di collocamenti presso le banche al di fuori degli USA, il reindirizzamento di questi fondi verso gli Stati Uniti attraverso operazioni interbancarie può aver contribuito alla diminuzione della discrepanza statistica.

L'aspetto più rimarchevole della bilancia dei pagamenti USA in conto capitale, è stato il capovolgimento dei flussi bancari, passati da un deflusso netto di \$45,1 miliardi nel 1982 ad un afflusso netto di \$26,3 miliardi nel 1983. Come indicato nella tabella che segue, la crescita delle attività lorde verso l'estero delle banche operanti negli Stati Uniti si è ridotta in modo considerevole: da \$109,4 a 25 miliardi; la crescita delle loro passività verso non residenti, per contro, ha segnato un rallentamento relativamente modesto, passando da \$64,3 a 51,3 miliardi.

Stati Uniti: flussi bancari per tipo di operazione; 1982-83

Voci	Anni	Operazioni in dollari USA e in altre valute			Operazioni in dollari USA				
		totale	in valuta estera	in dollari USA	per conto proprio				Altre operazioni ²
					totale	con soggetti non bancari	con banche estere ¹	con proprie filiazioni estere	
miliardi di dollari USA									
Flussi bancari (netti)	1982	- 45,1	- 1,2	- 43,9	- 40,8	- 9,3	- 21,8	- 9,6	- 3,1
	1983	26,3	0,0	26,3	18,8	0,3	8,3	10,2	7,5
Variazioni nelle attività	1982	-109,4	- 2,4	-106,9	-103,0	- 27,1	- 45,2	- 30,6	- 3,9
	1983	- 25,0	0,1	- 25,0	- 32,8	- 12,6	- 1,0	- 19,2	7,8
Variazioni nelle passività	1982	64,3	1,2	63,0	62,2	17,8	23,4	21,0	0,8
	1983	51,3	- 0,0	51,3	51,6	12,9	9,3	29,4	- 0,3

Nota: la somma delle singole voci può non coincidere con il totale a causa degli arrotondamenti.

¹ Soltanto banche non consociate. ² Compresa le operazioni per conto della clientela e le variazioni nelle passività per fondi a custodia.

E' opportuna una certa cautela nel confrontare i dati sui flussi bancari USA nel 1982 e nel 1983, in quanto nel 1982 la crescita delle attività e passività lorde sull'estero delle banche era stata gonfiata dal trasferimento contabile di operazioni da altri centri alle "International Banking Facilities" (IBF), istituite verso la fine del 1981. Cionondimeno, lo spettacolare capovolgimento nella direzione dei flussi bancari netti USA nel 1983 sembra essere principalmente il risultato di due fattori. In primo luogo, dal lato delle attività, vi è stata una sostanziale riduzione dei nuovi crediti internazionali ai paesi in via di sviluppo. L'influenza di questo fattore può essere vista non solo nella diminuzione dei nuovi fondi erogati a soggetti non bancari, ma anche, in certa misura, nel ben più ampio rallentamento della crescita delle attività verso le banche estere. Nel 1983, le banche operanti negli USA hanno aumentato le proprie attività totali verso mutuatari bancari e non bancari nei PVS non OPEC di soli \$9,8 miliardi, rispetto ai \$34,8 miliardi del 1982; per circa tre quarti questa contrazione riguarda i crediti ai paesi dell'America Latina.

Il secondo fattore, in ordine di importanza, che sta alla base del capovolgimento dei flussi bancari netti USA è costituito dalle condizioni di liquidità e dai livelli dei tassi d'interesse negli Stati Uniti in relazione agli altri principali centri finanziari. Nel corso dell'anno si è ridotto considerevolmente il differenziale fra i tassi a tre mesi sull'eurodollaro e i corrispondenti tassi a breve sul mercato interno. Le banche negli Stati Uniti hanno quindi raccolto ingenti fondi sul mercato dell'eurodollaro — per lo più direttamente dalle proprie filiazioni estere — dove le condizioni di liquidità erano influenzate positivamente dall'ampliarsi del differenziale fra i tassi d'interesse sul dollaro e quelli sulle altre principali valute. Nel secondo semestre del 1983 gli afflussi interbancari netti negli Stati Uniti stavano procedendo ad un ritmo annuo di \$53 miliardi, cifra corrispondente ad un triplo del totale di tali afflussi nell'insieme dell'anno.

La sostenibilità della posizione esterna degli USA. Il ritmo con cui il disavanzo delle partite correnti USA è aumentato a partire dalla metà del 1983 e la dimensione da esso ormai raggiunta fanno sorgere ovvi interrogativi per il futuro. La questione immediata riguarda l'ulteriore finanziamento del deficit. L'anno scorso il resto del mondo (escludendo le autorità monetarie ufficiali) ha accresciuto di circa \$36 miliardi le sue attività nette verso gli Stati Uniti; ci si chiede se nel 1984 esso sarà disposto ad aumentare tali attività in misura più che doppia e, in caso affermativo, se esigerà condizioni più convenienti che in passato per compensare il rischio connesso ad un ulteriore spostamento del suo portafoglio in favore di attività denominate in dollari. Un miglioramento delle condizioni alle quali gli investitori esteri possono acquisire attività sugli Stati Uniti potrebbe assumere una o entrambe le forme seguenti: un ulteriore ampliamento dei differenziali dei tassi d'interesse a favore degli investimenti in dollari e/o una diminuzione di prezzo del dollaro in termini delle altre valute. Nella misura in cui gli investitori privati non fossero disposti a finanziare il disavanzo delle partite correnti USA, ne conseguirebbe un calo del tasso di cambio del dollaro accompagnato da un finanziamento del deficit attraverso un aumento delle riserve estere in dollari detenute negli Stati Uniti.

Nel più lungo periodo, una consistente riduzione nel disavanzo delle partite correnti richiederebbe di per sé una combinazione di spostamenti nella posizione ciclica e concorrenziale degli Stati Uniti in rapporto agli altri paesi. Tuttavia, il fatto che queste variazioni siano più o meno in grado di produrre un'agevole transizione verso una situazione sostenibile delle partite correnti USA, dipenderà in modo decisivo dall'indirizzo della politica fiscale negli Stati Uniti. Come descritto nel Capitolo IV, la causa fondamentale del disavanzo con l'estero degli Stati Uniti deve essere ricercata nel disequilibrio interno fra risparmio e investimenti, derivante dall'enorme deficit di bilancio. Senza una riduzione nel risparmio negativo del settore pubblico, l'onere maggiore di un aggiustamento nel rapporto risparmio/ investimenti dovrebbe probabilmente essere sopportato da una riduzione nella formazione di capitale del settore privato, indotta da tassi d'interesse eccessivamente elevati. Ciò, tuttavia, implica che l'eliminazione del disequilibrio esterno dovrebbe realizzarsi principalmente attraverso gli effetti di una brusca recessione sulla domanda di importazioni USA. Inoltre, se gli elevati tassi d'interesse continuassero a sostenere il tasso di cambio del dollaro, non si avrebbe alcun contributo all'aggiustamento della bilancia commerciale da un miglioramento della posizione competitiva internazionale degli Stati Uniti.

L'andamento delle bilance dei pagamenti negli altri paesi del Gruppo dei Dieci

Le partite correnti. Con l'eccezione del Giappone, che ha registrato un ampio attivo, nel 1983 le partite correnti dei paesi del Gruppo dei Dieci esclusi gli Stati Uniti si sono evolute generalmente in direzione di un maggiore equilibrio. Quattro paesi che avevano accusato ampi disavanzi nel 1981 e nel 1982 – Francia, Italia, Svezia e Belgio – l'anno passato hanno migliorato considerevolmente la loro posizione esterna di parte corrente. Tutti e quattro i paesi hanno rafforzato la propria bilancia commerciale grazie all'uso di politiche restrittive di gestione della domanda e al concomitante miglior andamento delle esportazioni, che in alcuni casi è stato accentuato da un'evoluzione favorevole delle ragioni di scambio. In altri due paesi, Regno Unito e Canada, gli avanzi delle partite correnti sono diminuiti in conseguenza della forte ripresa della domanda interna, i cui effetti tuttavia, in Canada, sono stati significativamente attenuati dalla vitalità della domanda di prodotti canadesi da parte degli Stati Uniti. Nei restanti tre paesi, ossia Germania, Paesi Bassi e Svizzera, le eccedenze correnti non sono cambiate significativamente rispetto al 1982, in quanto un certo indebolimento della bilancia commerciale – in parte di riflesso alla ripresa della domanda interna nel corso dell'anno – è stato a grande linee compensato da variazioni di segno opposto nelle partite invisibili. Le caratteristiche principali dell'andamento delle partite correnti nei singoli paesi sono descritte nei paragrafi seguenti.

L'avanzo delle partite correnti del *Giappone* si è più che triplicato lo scorso anno, portandosi a \$20,8 miliardi, cifra senza precedenti per un paese importatore di petrolio. Gran parte di questo aumento è attribuibile all'eccezionale andamento delle esportazioni. L'attivo commerciale è passato da \$18,1 miliardi nel 1982 a \$31,5 miliardi nel 1983, segnando un massimo di più di \$34 miliardi, su base annua destagionalizzata, nel terzo trimestre dell'anno. Le esportazioni sono aumentate del 9% in volume e, essendosi mantenute stagnanti le quantità importate, l'avanzo commerciale si è ampliato in termini reali di oltre \$10 miliardi; vi è stato inoltre un miglioramento del 3% nelle ragioni di scambio. Per quanto la crescita delle esportazioni reali sia stata impressionante, essa sembra tuttavia corrispondere a grandi linee agli andamenti dei mercati di esportazione ed agli effetti ritardati dei guadagni di competitività che il Giappone aveva avuto nel corso del 1981 e 1982. Un aspetto più singolare, tenuto conto della crescita del 3% del PNL, è stata invece la stasi delle importazioni reali. Questa è parzialmente attribuibile alla ripresa relativamente tardiva della domanda interna e alla lenta formazione di scorte, ma ancor più all'aumentata efficienza nell'impiego delle fonti di energia e delle altre materie prime importate, che insieme rappresentano circa i due terzi delle importazioni totali. Il successo conseguito dal Giappone nell'economizzare energia ed altre materie prime è la ragione principale del livello eccezionalmente basso dell'elasticità della domanda di importazioni. Ciò implica che, senza un considerevole apprezzamento in termini reali dello yen, è assai improbabile una riduzione dell'eccedenza esterna nei prossimi anni, anche in presenza di una crescita della domanda interna del Giappone sensibilmente più elevata che negli altri paesi.

Fra i quattro paesi del Gruppo dei Dieci che nel 1983 hanno ridotto in misura sostanziale il proprio disavanzo di parte corrente il miglioramento più ampio, pari a due terzi, è stato quello della *Francia*, il cui saldo negativo è sceso a \$3,8 miliardi. La variazione è quasi interamente dovuta alla bilancia commerciale, dove il

disavanzo è stato più che dimezzato, essendo sceso a \$7,7 miliardi per l'effetto combinato di un calo del 2% nel volume delle importazioni, di un aumento di quasi il 4% delle esportazioni reali e di un miglioramento delle ragioni di scambio del 2%. Tuttavia, l'incidenza di queste determinanti è variata ampiamente nel corso dell'anno. Nel primo semestre, quando su base annua il deficit risultava di \$3,4 miliardi inferiore rispetto a quello del corrispondente periodo del 1982, il miglioramento è stato principalmente il risultato dell'evoluzione delle ragioni di scambio. Nel secondo semestre, la diminuzione di \$4,7 miliardi è dovuta per lo più ad una considerevole espansione nel volume delle esportazioni e ad un calo nelle importazioni reali conseguente alla flessione della domanda interna. I dati doganali indicano che quasi la metà del miglioramento della bilancia commerciale nel 1983 si è avuta nei confronti degli altri paesi industriali e gran parte del residuo nei confronti dei paesi OPEC; in termini di categorie merceologiche, la variazione principale è stata la diminuzione degli esborsi per importazioni di fonti di energia, che ha rappresentato più della metà della contrazione complessiva delle importazioni.

Anche in *Italia*, il conseguimento di un modesto avanzo delle partite correnti (\$0,5 miliardi) nel 1983 ha costituito uno straordinario miglioramento rispetto al saldo negativo molto ampio, di \$8,1 miliardi, registrato due anni prima. Una parte della variazione positiva di \$6 miliardi avutasi l'anno scorso nelle partite correnti deriva da un aumento dell'avanzo delle partite invisibili, passato da \$2,4 a 3,6 miliardi, che ha riflesso per lo più un aumento delle entrate nette per turismo. La parte più consistente, tuttavia, è costituita da una diminuzione di \$4,8 miliardi del disavanzo commerciale, attribuibile principalmente alla posizione ciclica relativa dell'Italia. L'espansione del 5% delle esportazioni in volume è dipesa in larga misura dalla ripresa economica nell'America del Nord e in Germania. Le importazioni in termini reali, d'altro canto, hanno segnato una stasi in quanto la domanda interna si è mantenuta debole per gran parte del 1983. Gli effetti delle variazioni di volume sulla bilancia commerciale sono stati rafforzati da un miglioramento delle ragioni di scambio dell'1,5%.

In *Svezia*, nel 1983 il disavanzo delle partite correnti è diminuito di \$2,5 portandosi a \$1,1 miliardi, ossia al livello più basso dal 1978. L'eccedenza commerciale ha segnato un aumento di \$2,3 miliardi in quanto le esportazioni sono cresciute in volume dell'11,5% in seguito alla svalutazione del 16% della corona nell'ottobre 1982. Allo stesso tempo l'adozione di politiche restrittive della domanda ha limitato l'aumento del volume delle importazioni all'1,5%. L'influenza di queste variazioni positive in termini di volume sulla bilancia commerciale è stata tuttavia compensata in certa misura da un deterioramento dell'1% delle ragioni di scambio, peggiorate in modo molto netto subito dopo la svalutazione.

La bilancia delle partite correnti dell'*Unione Economica del Belgio-Lussemburgo* è ulteriormente migliorata l'anno scorso, con una contrazione di \$2 miliardi nel disavanzo, passato a soli \$0,5 miliardi, per lo più grazie ad un migliore andamento del commercio con l'estero. Poiché le ragioni di scambio sono rimaste sostanzialmente invariate, la diminuzione di \$1,7 miliardi nel deficit commerciale è interamente dovuta a variazioni nei volumi. La domanda interna — che non era aumentata dal 1980 — è scesa di circa il 2% nel 1983, e il volume delle importazioni è calato del 3%, anche di riflesso al recupero di quote di mercato da parte delle

imprese belghe. Le importazioni di fonti di energia sono diminuite di circa un quinto, cosicché piú della metà del miglioramento totale nel saldo commerciale si è verificato nei confronti dei paesi OPEC. Il volume delle esportazioni è aumentato di circa il 2%, con i maggiori incrementi registrati nelle vendite ai *partners* commerciali in fase di espansione piú rapida, cioè Stati Uniti, Germania e Regno Unito.

Dei due paesi del Gruppo dei Dieci in cui si è ridotta l'eccedenza di parte corrente nel 1983, il *Regno Unito* è quello che ha registrato la diminuzione piú ampia. L'attivo, pari a \$3,1 miliardi, è stato inferiore di \$6,6 miliardi a quello del 1982, toccando il livello piú basso degli ultimi quattro anni. All'ulteriore aumento di \$2,6 miliardi dell'avanzo petrolifero ha fatto riscontro un peggioramento di \$7,6 miliardi del disavanzo commerciale non petrolifero. Inoltre l'attivo delle partite invisibili è diminuito di \$1,6 miliardi.

Anche se le ragioni di scambio non petrolifere sono peggiorate di oltre l'1%, il fattore principale del deterioramento della bilancia commerciale è stato un incremento dell'8,5% nel volume delle importazioni non petrolifere, sotto la forte sollecitazione della vigorosa domanda interna. Le esportazioni in volume sono aumentate di meno dell'1% anche perché per la maggior parte dell'anno la domanda degli altri paesi dell'Europa occidentale, principale mercato di esportazione del Regno Unito, si è mantenuta relativamente debole. La ripresa della domanda in questi paesi ha dato luogo, nel quarto trimestre del 1983, ad un aumento del 9% nel volume delle esportazioni di manufatti del Regno Unito (escluse le partite "erratiche") e ad un incremento del 20% delle esportazioni di petrolio. Sulla base dei dati doganali, piú dei tre quarti dell'aumento delle importazioni nel 1983 provengono dall'Europa occidentale, e il disavanzo dell'interscambio del Regno Unito con quest'area si è ulteriormente accresciuto.

La flessione di \$1,6 miliardi dell'avanzo delle partite invisibili nel 1983 è stata interamente conseguenza dell'andamento dei redditi da capitale. Gli introiti netti per investimenti diretti sono diminuiti di \$1 miliardo, di riflesso alla posizione ciclica relativamente sostenuta del Regno Unito nel 1983. Inoltre, principalmente a causa della riduzione dei tassi d'interesse avutasi l'anno passato a livello mondiale, il reddito netto da investimenti di portafoglio e gli altri proventi netti sono calati di \$0,7 miliardi. La diminuzione del saldo attivo dei redditi da capitale, sceso a soli \$0,7 miliardi nel 1983, ovvero a meno di un terzo di quello del 1979, è tuttavia alquanto sorprendente, dato che da allora la posizione degli investimenti esteri netti del Regno Unito è migliorata in linea con l'avanzo cumulativo delle partite correnti, pari a \$36 miliardi.

In *Canada*, nel 1983 l'eccedenza dei pagamenti correnti è diminuita di \$1,1 miliardi, passando a \$1,3 miliardi, principalmente come conseguenza di un peggioramento delle partite invisibili derivante da maggiori esborsi netti per viaggi all'estero e da una contrazione degli introiti netti per trasferimenti. L'avanzo commerciale, pari a \$14,6 miliardi, è stato solo marginalmente piú basso che nel 1982, in quanto gli andamenti non paralleli in termini di volume — le importazioni sono aumentate del 15% rispetto ad una crescita del 9% nelle esportazioni — sono stati compensati da un miglioramento del 3% delle ragioni di scambio. L'aumento delle esportazioni è stato interamente dovuto alla ripresa negli Stati Uniti — le esportazioni canadesi verso questo paese sono cresciute di \$7 miliardi,

nonostante una certa perdita di competitività, mentre sono diminuite le esportazioni verso gli altri paesi. Lo straordinario aumento delle importazioni in volume, di gran lunga il più ampio nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci, è per lo più attribuibile alla ripresa della spesa delle Famiglie, che ha fatto seguito alla profonda depressione del 1982, nonché alla ricostituzione di scorte; un ulteriore fattore è stato il forte apprezzamento reale del dollaro canadese rispetto allo yen e ad alcune monete europee. Ciò è spiegato dal fatto che l'espansione delle importazioni ha avuto una base relativamente più ampia di quella delle esportazioni e che l'aumento di \$2,6 miliardi nell'avanzo dell'interscambio bilaterale con gli Stati Uniti è stato conseguentemente compensato da una flessione dell'eccedenza nei confronti del resto del mondo.

Passando infine a considerare i tre paesi tradizionalmente eccedentari i cui saldi dei pagamenti correnti sono rimasti pressoché stabili l'anno scorso, la Germania ha registrato un incremento di lieve entità nel proprio avanzo corrente, passato a \$4 miliardi. Un peggioramento della bilancia commerciale nella misura di \$3,3 miliardi è stato infatti più che compensato da una riduzione di \$3,8 miliardi del disavanzo delle partite invisibili.

L'eccedenza della bilancia commerciale si è progressivamente ridotta nel corso dell'anno: essa è passata, su base annua destagionalizzata, da \$27,2 miliardi nel primo trimestre a \$17,7 miliardi nel quarto. La ripresa della domanda interna ha prodotto un aumento del 5% nelle importazioni in volume, mentre le esportazioni reali, nonostante un aumento negli ultimi sei mesi, sono rimaste praticamente invariate nel complesso dell'anno. Di conseguenza, la bilancia commerciale è peggiorata in termini reali di \$6,5 miliardi, di cui circa la metà è stata compensata da un miglioramento delle ragioni di scambio del 2%. Il fatto che gli effetti di domanda abbiano prevalso sui flussi commerciali è stato un po' sorprendente, tenuto conto che la Germania era riuscita a mantenere, nei due anni passati, l'ampio miglioramento della propria posizione competitiva a livello internazionale realizzato nel 1980-81.

La riduzione del disavanzo delle partite invisibili, inclusi i trasferimenti, sceso a \$17 miliardi nel 1983, è derivata principalmente dalla variazione positiva di \$2,5 miliardi nel conto dei redditi da investimento, passato ad un saldo attivo di \$1,6 miliardi. Diversi fattori hanno contribuito a questo risultato: in primo luogo, le attività esterne nette della Germania sono aumentate in linea con l'eccedenza delle partite correnti; in secondo luogo, il deprezzamento del marco nei confronti del dollaro ha abbassato il valore in dollari degli esborsi per redditi da capitale a favore di non residenti e, infine, poiché la scadenza media delle attività sull'estero supera quella delle passività esterne, le variazioni dello scorso anno nella struttura dei tassi d'interesse a livello mondiale hanno teso a ridurre i pagamenti per redditi da capitale in misura maggiore delle corrispondenti entrate. Inoltre, vi è stata un'ulteriore riduzione di \$1,3 miliardi negli esborsi netti per viaggi all'estero e una flessione di \$0,7 miliardi nei trasferimenti ufficiali, dovuta alla riduzione dei pagamenti netti a fronte del bilancio CEE.

Nei Paesi Bassi, l'anno scorso l'attivo delle partite correnti è stato di \$3,4 miliardi, cioè praticamente la stessa cifra del 1982. Una riduzione di \$0,6 miliardi nell'avanzo commerciale, passato a \$4 miliardi, è stata quasi interamente compensata da una diminuzione del passivo delle partite invisibili, attribuibile per

lo più a minori esborsi per trasferimenti ufficiali. L'eccedenza commerciale si è ampliata in termini reali in quanto le esportazioni in volume sono aumentate del 6%, cioè due punti percentuali più delle importazioni, ma questa variazione è stata più che controbilanciata dal peggioramento del 2% delle ragioni di scambio. Gli esportatori olandesi hanno beneficiato in modo particolare della ripresa in Germania e del miglioramento della propria competitività internazionale dalla fine del 1982.

Nel 1983 l'attivo delle partite correnti della *Svizzera* è diminuito di \$0,7 miliardi, passando a \$2,9 miliardi. Un aumento del 4,5% nelle importazioni in volume, che si è accompagnato alla ripresa della domanda interna dopo il calo del 1982, è stato il fattore principale dell'incremento del disavanzo commerciale, che ha raggiunto \$3 miliardi. Le esportazioni in quantità sono rimaste costanti, nonostante un peggioramento dell'8% della competitività rispetto al 1981, in quanto ad un aumento del 7% nei prodotti primari e semilavorati, principalmente nel comparto dei prodotti metalliferi e chimici, ha fatto riscontro una flessione del 4% e del 3% rispettivamente nei beni strumentali e di consumo. Per quel che riguarda la distribuzione geografica, gli introiti dalle esportazioni verso Giappone, Stati Uniti e Germania sono stati relativamente vivaci, essendo aumentati del 10-12%.

I movimenti di capitali. Sebbene a grandi linee nel 1983 l'andamento dei flussi aggregati di capitali dei paesi del Gruppo dei Dieci esclusi gli Stati Uniti non differisca significativamente da quello del 1982, esso presenta due caratteristiche degne di nota. In primo luogo, si sono avuti ampi deflussi di capitali in Giappone, Germania, Regno Unito, Svizzera e Paesi Bassi, in misura tale praticamente da pareggiare o addirittura superare le rispettive eccedenze correnti. In secondo luogo, Francia e Italia hanno continuato ad avere ampi afflussi netti di capitali, non da ultimo grazie al ricorso diretto al credito estero da parte del settore pubblico e ad afflussi bancari indotti dalle autorità, che hanno contribuito, insieme ai miglioramenti delle partite correnti, ad un notevole rafforzamento delle rispettive posizioni monetarie ufficiali nette.

Considerando gli andamenti nei singoli paesi, in *Giappone* l'attivo delle partite correnti è stato praticamente controbilanciato da deflussi netti di capitali identificati. La posizione monetaria ufficiale netta, esclusi gli aggiustamenti di cambio, è migliorata di \$1,7 miliardi. La parte preponderante dei deflussi totali è stata costituita da esportazioni di capitali privati a lungo termine, ammontate a \$16,7 miliardi, con un aumento di \$2,1 miliardi rispetto al 1982. Vi è stata un'inversione pari a \$4 miliardi nel saldo delle transazioni in titoli, passato a un deflusso netto di \$1,9 miliardi nel 1983, che ha compreso un considerevole aumento (\$6,3 miliardi) negli acquisti di titoli esteri da parte di residenti. Il saldo degli altri movimenti di capitali a lungo termine è variato di poco, in quanto i prestiti totali netti accordati a non residenti dalle istituzioni finanziarie giapponesi, aumentati decisamente nel 1982 in seguito alla progressiva liberalizzazione dei controlli valutari e sui mercati dei capitali, sono rimasti al livello molto elevato di oltre \$8 miliardi. I deflussi netti di capitali a breve termine, pari a \$3,4 miliardi, sono ampiamente attribuibili alle banche, la cui posizione a breve verso l'esterno non era variata nel 1982.

Il perdurare, per il secondo anno consecutivo, di ampi deflussi netti di capitali va essenzialmente ascritto alla persistenza di ampi differenziali fra i rendimenti delle attività denominate in yen e di quelle in dollari, che nel 1983 sono mediamente

Paesi del Gruppo dei Dieci esclusi gli Stati Uniti:
flussi di capitale e variazioni nelle posizioni monetarie ufficiali nette; 1982-83

Paesi	Anni	Flussi di capitale identificati							Errori ed omissioni	Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta ²
		Totale	Investimenti diretti	Titoli ¹	Altri flussi a lungo termine del settore privato	Settore ufficiale	Flussi bancari a breve	Flussi a breve del settore privato non bancario		
miliardi di dollari USA										
Canada	1982	0,3	- 1,3	9,2	2,3	- 2,7	- 4,0	- 3,1	- 3,3	0,6
	1983	4,5	- 1,9	5,0	0,2	- 0,1	0,6	0,7	- 5,3	- 0,4
Francia	1982	7,9	- 1,5	4,4	- 1,0	1,8	2,0	2,2	- 0,8	5,0
	1983	10,3	- 0,2	4,1	- 1,7	3,8	5,6	- 1,3	- 0,6	- 5,9
Germania	1982	- 1,8	- 2,2	0,2	- 2,7	- 1,5	3,3	1,1	- 0,5	- 1,3
	1983	- 6,2	- 1,8	6,0	- 4,9	- 3,4	0,8	- 2,9	0,7	1,6
Giappone	1982	-16,6	- 4,1	2,1	-12,6	- 0,4	- 0,0	- 1,6	4,7	5,0
	1983	-21,1	- 3,2	- 1,9	-11,6	- 1,0	- 3,6	0,2	1,8	- 1,7
Italia	1982	0,5	- 0,3	- 0,4	3,1	2,4	- 2,3 ³	- 2,0	0,9	4,3
	1983	5,2	- 0,9	0,2	- 0,3	2,2	3,3 ³	0,7	0,1	- 5,8
Paesi Bassi	1982	- 1,2	- 1,4	0,0	- 1,8	0,1	2,5	- 0,6	- 0,6	- 1,9
	1983	- 2,5	- 0,9	0,4	- 1,6	- 0,1	- 0,7	0,4	- 1,1	0,0
Regno Unito	1982	- 6,3	- 2,4	-10,2	- 2,5	0,0	7,9	0,9	- 6,3	2,9
	1983	- 4,3	1,1	- 7,0	- 2,6	- 1,4	5,8	- 0,1	- 1,2	2,4
Svezia	1982	3,2	- 0,8	0,2	1,2	2,5	0,4	- 0,3	0,4	- 0,0
	1983	1,0	- 1,0	0,7	- 0,1	2,4	0,4	- 1,4	0,8	- 0,7
Svizzera	1982	-17,0	.	-12,3	.	.	- 4,7 ³	.	14,8	- 1,3
	1983	-18,0	.	-13,7	.	.	- 4,3 ³	.	15,2	- 0,1
UEBL	1982	1,8	1,5	- 1,3	- 2,0	5,6	- 0,4	- 1,6	- 0,1	0,8
	1983	- 0,3	0,5	- 0,9	- 2,8	2,2	1,5	- 0,8	0,4	0,4

Nota: la somma delle singole voci può non coincidere con il totale a causa degli arrotondamenti.

¹ Comprende titoli dei settori privato e pubblico. ² Esclusi gli aggiustamenti di cambio; il segno negativo indica un miglioramento. ³ Comprende i flussi bancari a lungo termine.

ammontati a 3 punti percentuali per le scadenze più brevi e a quasi 4 punti percentuali per i rendimenti delle obbligazioni di Stato. Oltre ad essersi riflesso in un forte aumento dei crediti in yen accordati dalle istituzioni finanziarie giapponesi, l'effetto dei crescenti differenziali è stato particolarmente evidente nelle operazioni di portafoglio effettuate dai residenti nel corso dell'anno. Parallelamente all'ampliarsi del differenziale medio fra i rendimenti sui titoli in yen e su quelli in dollari, da 3,3 a 4,6 punti percentuali fra il primo e il secondo semestre del 1983, i residenti giapponesi hanno aumentato i propri acquisti di titoli esteri da \$6,5 miliardi a quasi \$10 miliardi.

In Francia l'ampia diminuzione del passivo corrente, insieme all'aumento di \$2,4 miliardi negli afflussi complessivi di capitali identificati, ha prodotto un miglioramento di \$5,9 miliardi nella posizione monetaria ufficiale netta, metà del quale è consistito in un incremento delle riserve ufficiali. L'aumento degli afflussi netti di capitali è riconducibile principalmente ad un maggiore ricorso al credito estero da parte del settore pubblico, unitamente alla marcata diminuzione dei deflussi netti per investimenti diretti. Gli afflussi netti di capitali a breve per transazioni del settore privato, pari a \$4,3 miliardi, sono rimasti praticamente invariati rispetto al 1982; i soli afflussi bancari netti sono ammontati a \$5,6 miliardi.

La configurazione dei movimenti di capitali in *Italia* è stata a grandi linee simile a quella della Francia. La posizione monetaria ufficiale netta si è rafforzata di \$5,8 miliardi, dopo il deterioramento di \$4,3 miliardi nel 1982, in quanto il miglioramento delle partite correnti si è accompagnato ad afflussi netti di capitale considerevolmente più elevati. Essendo diminuiti gli afflussi netti di fondi a lungo termine, l'aumento è interamente dovuto ai flussi netti attraverso il settore bancario e ai flussi non bancari a breve termine, divenuti entrambi fortemente positivi. I due fattori principali alla base di questi afflussi di fondi a breve sembrano esser stati il persistere di elevati tassi d'interesse reali sul mercato interno, in particolare dopo il riallineamento nell'ambito dello SME nel marzo 1983, e la normativa introdotta alla fine del 1982 che imponeva agli esportatori di finanziarie in valuta estera presso le banche il 70% dei crediti commerciali accordati.

In *Belgio* il miglioramento del saldo corrente si è associato ad un rallentamento dei deflussi di capitale attraverso il settore privato, consentendo al governo di ridurre in modo considerevole il nuovo indebitamento all'estero. Le esportazioni nette di capitale del settore privato sono diminuite complessivamente di \$1,3 miliardi; mentre i deflussi netti di capitale a lungo termine sono aumentati leggermente, i movimenti di capitale a breve, per lo più attraverso il settore bancario, sono passati da deflussi netti per \$2 miliardi nel 1982 ad afflussi per \$0,7 miliardi nel 1983. Il nuovo indebitamento netto all'estero del governo, quasi integralmente sotto forma di crediti in valuta estera contratti presso le banche belghe, è sceso a \$2,2 miliardi, cioè al più basso livello dal 1979. Poiché la voce errori ed omissioni ha segnato un lieve afflusso netto, la posizione monetaria ufficiale netta è rimasta praticamente invariata.

In *Svezia* gli afflussi totali netti di capitali identificati sono sensibilmente diminuiti, passando da \$3,2 miliardi nel 1982 a \$1 miliardo nel 1983. L'ampia diminuzione nel disavanzo delle partite correnti si è accompagnata pertanto ad un miglioramento solo modesto (\$0,7 miliardi) della posizione monetaria ufficiale netta. La ragione principale della riduzione negli afflussi netti di capitale va ricercata nei deflussi netti eccezionalmente ampi di fondi privati, connessi soprattutto alla concessione di maggiori crediti commerciali parallelamente all'espansione delle esportazioni svedesi.

Nel *Regno Unito* la diminuzione delle esportazioni nette di capitali identificati, calate di \$2 miliardi nel 1983, è stata decisamente inferiore alla riduzione dell'eccedenza corrente. Tuttavia, poiché il saldo negativo della voce errori ed omissioni è diminuito fortemente fra i due anni (da \$6,3 a 1,2 miliardi), indicando un considerevole rallentamento nei deflussi di capitale non identificati, il peggioramento di \$2,4 miliardi della posizione monetaria ufficiale netta è stato pressoché analogo a quello del 1982.

I deflussi totali netti di capitali privati a lungo termine, sebbene ancora considerevoli (\$8,5 miliardi), sono stati inferiori di \$6,6 miliardi a quelli registrati nel 1982. Il saldo degli investimenti diretti ha mostrato un'inversione di \$3,5 miliardi, passando ad afflussi netti per \$1,1 miliardi, soprattutto a causa dei più ampi investimenti diretti nel Regno Unito da parte di non residenti. Lo scorso anno questi ultimi hanno altresì aumentato i propri investimenti di portafoglio nel Regno Unito e ciò, unitamente alle minori acquisizioni di titoli esteri da parte degli

investitori istituzionali interni, ha determinato una diminuzione di \$3,2 miliardi nel deflusso netto di investimenti di portafoglio.

La riduzione nel deflusso di capitali privati a lungo termine è stata compensata per circa la metà da un calo di \$3,1 miliardi degli afflussi di fondi privati a breve. In particolare, gli afflussi netti attraverso il sistema bancario sono stati inferiori di \$2,1 miliardi al 1982. Inoltre, la bilancia delle transazioni ufficiali in conto capitale, che nel 1982 era stata in equilibrio, lo scorso anno ha registrato deflussi netti per \$1,4 miliardi.

In *Canada* gli afflussi complessivi di capitali identificati sono saliti da \$0,3 miliardi nel 1982 a \$4,5 miliardi nel 1983. I deflussi attraverso il settore pubblico sono praticamente scomparsi, soprattutto in seguito al rimborso dei crediti a lungo termine alle esportazioni finanziati dal governo. Più importante è stata tuttavia l'inversione di flusso, pari a \$8,4 miliardi, nei movimenti di capitali privati a breve termine, dove si sono registrati afflussi netti, di riflesso a una ripresa dell'indebitamento netto in valuta estera delle banche ed a prelievi sui depositi esteri del settore non bancario. Per contro, in altre importanti categorie di transazioni l'afflusso netto di fondi è stato molto minore che nel 1982. La diminuzione più ampia si è avuta negli afflussi netti per transazioni in titoli che, principalmente a causa delle diminuite vendite nette di titoli a lungo termine del settore pubblico a non residenti, si sono quasi dimezzati scendendo a \$5 miliardi.

In *Germania* i deflussi netti di capitali identificati, pari a \$6,2 miliardi nel 1983, sono stati considerevolmente maggiori che nel 1982 ed hanno ecceduto l'avanzo delle partite correnti. Pertanto, nonostante un modesto saldo positivo della voce errori ed omissioni, lo scorso anno la posizione monetaria ufficiale netta, che nel 1982 era leggermente aumentata, ha segnato una flessione di \$1,6 miliardi.

L'aumento dello scorso anno nei deflussi di capitali identificati va ascritto a due fattori: in primo luogo, sono aumentati i deflussi netti di capitali ufficiali, da \$1,5 a 3,4 miliardi, per lo più a causa di rimborsi di prestiti a breve in euromarchi; in secondo luogo, il saldo dei movimenti di capitali privati a breve termine è passato da afflussi netti per \$4,4 miliardi nel 1982 a deflussi netti per \$2,1 miliardi nel 1983. Ciò ha rispecchiato in parte un'espansione di \$2,5 miliardi dei crediti commerciali a breve. Più significativo è tuttavia il fatto che, dopo il riallineamento di marzo nell'ambito dello SME, i deflussi di capitale a breve hanno cominciato ad espandersi fortemente in risposta ai differenziali dei tassi d'interesse a favore di altre monete dello SME.

Questa evoluzione è stata in parte controbilanciata da una riduzione di \$4 miliardi dei deflussi netti di capitali privati a lungo termine, dovuta ad un eccezionale afflusso di fondi sul mercato dei capitali tedesco. Nonostante un differenziale medio dei rendimenti di 3,5 punti percentuali a favore degli investimenti a lungo termine in dollari, gli acquisti di titoli tedeschi da parte di non residenti, si sono raddoppiati salendo a \$10 miliardi. Per contro, i deflussi netti dovuti ad altre transazioni a lungo termine del settore privato sono aumentati di \$2,2 miliardi, passando a \$4,9 miliardi, soprattutto per il fatto che le società tedesche si sono astenute dal collocare nuovi prestiti all'estero e le banche tedesche hanno incrementato la concessione di crediti netti a non residenti.

Nei *Paesi Bassi* i deflussi netti di capitali identificati si sono raddoppiati, salendo a \$2,5 miliardi. Questa cifra è il risultato di movimenti in senso opposto dei flussi di capitali nei settori a breve e a lungo termine. Le esportazioni nette di capitali privati a lungo termine sono diminuite di \$1,1 miliardi, soprattutto a causa dei minori deflussi per investimenti diretti e della comparsa di un modesto afflusso netto per transazioni in titoli. Per contro, nei movimenti di capitali a breve si è passati da afflussi netti per \$1,9 miliardi nel 1982 a esportazioni nette per \$0,3 miliardi nel 1983. Questo capovolgimento di posizione è attribuibile ad una inversione di \$3,2 miliardi nei flussi bancari. Poiché l'aumento nei deflussi di capitali identificati si è accompagnato ad un incremento del saldo negativo nella posta errori ed omissioni portatosi a \$1,1 miliardi, la posizione monetaria ufficiale netta è rimasta invariata, dopo il miglioramento di \$1,9 miliardi nel 1982.

In *Svizzera* i deflussi netti di capitali identificati sono aumentati di \$1 miliardo nel 1983, in quanto i residenti hanno aumentato gli acquisti di obbligazioni estere. Data la diminuita eccedenza corrente, il miglioramento nella posizione monetaria ufficiale netta (esclusi gli *swaps* di fine anno in dollari fra le banche commerciali e la Banca Nazionale Svizzera) è ammontato a soli \$0,1 miliardi contro \$1,3 miliardi nel 1982.

Gli andamenti delle bilance dei pagamenti negli altri gruppi di paesi

Nei *paesi sviluppati esterni al Gruppo dei Dieci* il disavanzo aggregato delle partite correnti si è quasi dimezzato nel 1983, scendendo a \$16 miliardi; ciò rappresenta il primo ampio aggiustamento dopo il secondo shock petrolifero. L'intero miglioramento ha riguardato la bilancia commerciale ed è essenzialmente derivato, per il gruppo nel complesso, da un'espansione media del 4% del volume delle esportazioni, da un'ulteriore riduzione del 2% nel livello delle importazioni reali e da un miglioramento delle ragioni di scambio di circa il 2%. Tuttavia, a causa dell'eterogeneità di questo gruppo di paesi, le variazioni nel volume del commercio e nei prezzi sono state molto differenziate.

In termini assoluti, i miglioramenti più ampi, cui va attribuita metà della diminuzione complessiva del disavanzo aggregato, sono stati conseguiti da Australia e Sud Africa; nei due anni precedenti, entrambi i paesi erano incorsi in disavanzi di eccezionale ampiezza. In Australia, dove il deficit di parte corrente è diminuito di \$3,2 miliardi, scendendo a \$5,4 miliardi, le importazioni si sono contratte di oltre il 13% nel 1983. In Sud Africa una riduzione del 15% nel valore delle importazioni ed un aumento di \$1 miliardo dei proventi delle vendite di oro hanno accresciuto di \$3,2 miliardi l'eccedenza commerciale, che è stata pari a \$3,9 miliardi, portando in attivo la bilancia delle partite correnti. In relazione alla dimensione delle rispettive economie, i miglioramenti più ampi, equivalenti a circa il 7% del PNL, sono stati registrati da Irlanda e Portogallo, le cui esportazioni in volume sono aumentate del 12,5 e del 20% rispettivamente. In Spagna l'andamento relativamente sostenuto delle esportazioni – la crescita in termini reali è stata del 6,5% – insieme al ristagno delle importazioni reali, ha consentito di compensare ampiamente il peggioramento del 2,5% delle ragioni di scambio e di ridurre il disavanzo corrente di \$1,7 miliardi, portandolo a \$2,5 miliardi. In Norvegia, unico paese del gruppo con un rilevante saldo attivo, il miglioramento di \$1,5 miliardi ha rispecchiato principalmente un'espansione di oltre il 25% nel volume delle esportazioni di petrolio.

Gli afflussi complessivi di capitali nei paesi sviluppati minori sono diminuiti di \$ 11 miliardi nel 1983, scendendo ad un totale di \$ 19 miliardi. Poiché la flessione è stata inferiore al miglioramento del saldo corrente, lo scorso anno le riserve ufficiali (che nel 1982 erano rimaste invariate) sono aumentate di \$ 3 miliardi. La riduzione degli afflussi complessivi è attribuibile per la maggior parte ad una diminuzione, da \$ 17 miliardi nel 1982 a \$ 8 miliardi nel 1983, nel ricorso netto al credito del settore bancario internazionale.

Il proseguimento di politiche di contenimento delle importazioni, insieme al più favorevole clima dei mercati di esportazione nei paesi occidentali e ai diminuiti esborsi per interessi di riflesso ad un calo dei tassi d'interesse e dell'indebitamento, ha contribuito ad un ulteriore aumento di \$ 3 miliardi nel saldo attivo delle partite correnti dei paesi ad economia pianificata nel 1983. Il miglioramento ha riguardato, in misura pressoché uguale, l'Unione Sovietica e i paesi minori del Comecon, mentre l'eccedenza della Cina dovrebbe essere leggermente diminuita scendendo a circa \$ 6 miliardi. La posizione di parte corrente di quasi tutti i paesi minori dell'Europa orientale si è rafforzata; i miglioramenti maggiori sono stati registrati dalla Romania, la cui eccedenza è aumentata, secondo stime, di \$ 1,1 miliardi portandosi a \$ 1,6 miliardi, dall'Ungheria il cui disavanzo, passato a \$ 0,6 miliardi, si è quasi dimezzato. Questi dati, tuttavia, si riferiscono soltanto al saldo delle transazioni esterne con i paesi ad economia di mercato e non tengono conto dei regolamenti in valute convertibili all'interno del Comecon, che hanno comportato notevoli entrate nette per l'Ungheria. Come già nel 1982, anche lo scorso anno si è ridotto l'indebitamento netto dei paesi dell'Europa orientale verso le banche dichiaranti alla BRI: la contrazione, di \$ 4,1 miliardi, è derivata da una diminuzione di \$ 1,2 miliardi nell'indebitamento lordo e da un aumento di \$ 2,9 miliardi nei depositi. Inoltre, la posizione creditoria netta della Cina nei confronti delle banche, dopo un miglioramento di \$ 2,9 miliardi nel 1982, ha registrato un ulteriore rafforzamento di \$ 1,3 miliardi nel 1983.

Il disavanzo aggregato delle partite correnti dei paesi OPEC, emerso nel 1982, si è ampliato solo di poco lo scorso anno (passando a \$ 19 miliardi) soprattutto per l'effetto congiunto di maggiori vincoli alle importazioni e, nell'ultima parte del 1983, di un'accresciuta domanda di petrolio OPEC. Di fatto, nel corso dell'anno, il saldo corrente si è progressivamente avvicinato ad una posizione di equilibrio. Per l'intero 1983 l'eccedenza commerciale ha registrato una flessione di \$ 19 miliardi, peraltro in gran parte compensata da un calo di \$ 15 miliardi nel saldo passivo delle partite invisibili, largamente attribuibile a minori esborsi per servizi. La caratteristica saliente nell'evoluzione della bilancia commerciale è stata la contrazione di \$ 38 miliardi negli introiti per esportazioni, per effetto combinato di un calo dell'11% nel valore unitario delle esportazioni e di una flessione del 6% in termini di volume. Lo scorso anno, le esportazioni di petrolio sono scese al livello di 15,9 mb/g, inferiore quasi del 50% a quello del 1979; rispetto ad allora la quota dei paesi OPEC sul totale della produzione di petrolio (esclusi i paesi ad economia pianificata) è passata dal 61 al 44%. Di fronte ai crescenti vincoli esterni, i paesi OPEC come gruppo hanno iniziato lo scorso anno, per la prima volta dal 1979, a ridurre il volume delle proprie importazioni (del 9%). Misure di aggiustamento particolarmente severe sono state prese dai paesi ad elevata capacità d'importazione, il cui disavanzo aggregato di parte corrente, ridottosi di \$ 10 miliardi, è sceso a \$ 16 miliardi. Per contro, le partite correnti degli altri paesi OPEC si sono

Paesi OPEC: finanziamento dei disavanzi delle partite correnti; 1982-83

Voci	1982	1983		
		Anno	primo semestre	secondo semestre
miliardi di dollari USA				
Saldo delle partite correnti	-15	-19	-18	- 1
Flussi di capitali identificati ¹ (= deflussi di capitali) . .	9	29	20	9
Prestiti a lungo termine ²	- 6	- 5	- 4	- 1
Investimenti ³	-12	9	8	1
Variazioni nella posizione netta verso le banche dichiaranti alla BRT	27	25	16	9
(attività verso le banche, - = aumento)	(17)	(14)	(16)	(- 2)
(passività verso le banche, + = aumento)	(10)	(11)	(0)	(11)
Flussi di capitali non identificati ⁴	6	-10	- 2	- 8
<i>Per memoria:</i> variazione nelle riserve valutarie ufficiali	-11	- 8	-11	3

¹ Compresa le variazioni nelle riserve ufficiali detenute presso le banche o sotto forma di titoli di Stato a breve termine.
² Prestiti a paesi in via di sviluppo e istituzioni internazionali. ³ Principalmente investimenti di portafoglio e variazioni nette nella disponibilità di titoli di Stato a breve termine. ⁴ Compresa le variazioni nei crediti commerciali connessi alle forniture di petrolio e la voce errori ed omissioni.

ulteriormente deteriorate, registrando per la prima volta un deficit risultato pari a \$ 3 miliardi.

Come mostra la tabella precedente, nel 1983 il finanziamento del disavanzo delle partite correnti è derivato da due principali categorie di flussi di capitali. In primo luogo, vi è stato un ritiro di \$ 9 miliardi di fondi precedentemente collocati sui mercati finanziari dei paesi industriali. La maggior parte di questi fondi è provenuta da vendite nette di titoli del Tesoro USA, per un ammontare pari a \$ 6,8 miliardi, che si contrappone alle ingenti acquisizioni nette di titoli degli anni precedenti. Secondariamente, un rilevante ammontare di nuovi fondi è stato ottenuto per il secondo anno consecutivo dal settore bancario internazionale. Nel primo semestre del 1983 questo afflusso è derivato principalmente da prelievi sui depositi, mentre nella seconda parte dell'anno i paesi OPEC hanno iniziato ad aumentare decisamente il loro ricorso al credito presso le banche.

La discrepanza piuttosto ampia fra i flussi di capitali identificati e il disavanzo rilevato delle partite correnti riflette, oltre alle transazioni non identificate, i flussi di capitali collegati a variazioni nel livello dei crediti commerciali connessi alle forniture di petrolio. Dato che la rilevazione statistica delle esportazioni precede di diversi mesi i corrispondenti flussi di pagamento, la netta flessione delle esportazioni nel 1982 e la concomitante riduzione nei crediti commerciali in essere si sono tradotte in afflussi di capitali ai paesi OPEC. Per contro, quando verso la metà dello scorso anno le esportazioni di petrolio hanno ripreso ad aumentare, i deflussi di fondi derivanti dall'espansione dei crediti commerciali si sono rispecchiati in una posta residuale negativa. Nondimeno, la considerevole variazione nella posta bilanciante, e in particolare la comparsa di un residuo negativo nel primo semestre del 1983, periodo in cui le esportazioni di petrolio erano ancora in diminuzione, fa ritenere che lo scorso anno siano aumentati i deflussi non identificati di capitali dei paesi OPEC.

Per il secondo anno consecutivo *i paesi in via di sviluppo non OPEC* hanno migliorato la propria posizione aggregata di parte corrente. Dopo una flessione di \$ 18 miliardi nel 1982, lo scorso anno il disavanzo è calato di ulteriori \$ 21 miliardi scendendo a \$ 43 miliardi, un livello che, in rapporto al PNL, non è di molto superiore a quello registrato prima del secondo shock petrolifero.

Mentre la diminuzione di \$ 19 miliardi del deficit commerciale nel 1982 era attribuibile esclusivamente ai drastici tagli alle importazioni, il miglioramento di dimensioni pressoché analoghe nel 1983 va attribuito a tre diversi fattori. In primo luogo, nel complesso dell'anno le esportazioni in volume sono aumentate del 5% (rispetto all'incremento del 2% soltanto nel 1982), mostrando una progressione crescente con il procedere dell'anno. In secondo luogo, in parte grazie al rafforzamento dei corsi delle materie prime, la diminuzione dei prezzi all'esportazione si è rallentata, passando dal 7% del 1982 al 2% nel 1983. Ciò ha contribuito ad apportare un lieve miglioramento nelle ragioni di scambio, il primo a partire dal 1977. In terzo luogo, il livello delle importazioni reali, diminuito di ben il 7% nel 1982, è calato ulteriormente, anche se solo dell'1,5%, per l'insieme dei paesi del gruppo, in quanto le politiche di contenimento delle importazioni sono state applicate in modo più selettivo. L'aggiustamento nel saldo commerciale è stato rafforzato da un miglioramento di \$ 2 miliardi delle partite invisibili, di riflesso ad una riduzione nel tasso d'interesse medio sul debito estero dal 10% nel 1982 all'8,7% nel 1983.

Saldi delle partite correnti nei paesi in via di sviluppo non OPEC dell'America Latina e dell'Asia; 1981-83

Aree	1981	1982	1983
	miliardi di dollari USA*		
America Latina			
Saldo commerciale	- 11	3	18
Esportazioni	78 (11)	72 (2)	73 (2½)
Importazioni	- 89 (2)	- 69 (-20½)	- 55 (-19)
Saldo delle partite invisibili	- 33	- 37	- 35
di cui: pagamenti per interessi	- 29	- 35	- 33
Saldo delle partite correnti	- 44	- 34	- 17
Asia			
Saldo commerciale	- 31	- 27	- 24
Esportazioni	125 (7½)	123 (2½)	132 (10)
Importazioni	-156 (2)	-150 (-2)	-156 (9)
Saldo delle partite invisibili	8	8	9
di cui: pagamenti per interessi	- 10	- 12	- 11
Saldo delle partite correnti	- 23	- 19	- 15

* Le cifre fra parentesi indicano le variazioni percentuali annue in termini di volume.

Come si può notare dalla tabella precedente, l'aggiustamento nel saldo corrente aggregato del gruppo maschera andamenti divergenti tra aree e paesi diversi. Circa i quattro quinti del miglioramento complessivo del 1983 sono stati ottenuti dai paesi dell'America Latina, che hanno dimezzato il loro disavanzo complessivo, portandolo a \$ 17 miliardi. Tale risultato è integralmente attribuibile ai due paesi più indebitati: il Brasile, che ha ridotto il proprio deficit a \$ 6,2 miliardi, con una flessione di \$ 8,6 miliardi, e il Messico, che è passato da un disavanzo di \$ 4,9 miliardi ad un'eccedenza di \$ 5,5 miliardi. L'onere

dell'aggiustamento nell'America Latina è gravato ancora una volta sulle importazioni, il cui drastico taglio, pari al 19%, è stato solo di poco inferiore a quello del 1982. Nello stesso tempo, il volume delle esportazioni è aumentato moderatamente (del 2,5%). Per contro, i paesi dell'Asia hanno incrementato le proprie esportazioni in termini reali del 10%. Ciò non solo ha contribuito significativamente al miglioramento di \$ 4 miliardi nella posizione aggregata di parte corrente di questi paesi, ma ha anche consentito loro, fatto ancora più importante, di aumentare le importazioni reali del 9% in linea con il *trend* di lungo periodo. Il cambiamento nella posizione dei paesi asiatici è stato reso possibile in parte dagli eccezionali risultati conseguiti sul fronte delle esportazioni, ma altresì dal fatto che solo il 7% degli introiti complessivi delle esportazioni è stato assorbito dai pagamenti per interessi sul debito estero. In America Latina, dove questa quota ammonta ad un terzo, il margine di manovra è rimasto molto limitato, nonostante l'ampio miglioramento delle partite correnti.

Paesi in via di sviluppo non OPEC: finanziamento dei disavanzi delle partite correnti; 1981-83. Stime

Voci	1981	1982	1983
	miliardi di dollari USA		
Disavanzo delle partite correnti	-82	-64	-43
Finanziamento			
Investimenti diretti (netti)	10	7	5
Variazione nel debito estero (escluso FMI)	75	68	30
di cui: a lungo termine	59	49	48
a breve termine	16	19	-18
(crediti bancari)*	(42)	(26)	(10)
Prelievi netti sul FMI	5	5	11
Totale	90	80	46
Variazione nelle attività sull'estero	8	16	3
di cui: riserve valutarie	- 1	- 8	5
altre attività	9	24	- 2

* Aumento nelle attività delle banche dichiaranti alla BRI.

Il miglioramento nella posizione aggregata delle partite correnti ha notevolmente facilitato il finanziamento del disavanzo. Come si rileva dalla tabella precedente, gli spostamenti principali nella struttura dei flussi di finanziamento già osservabili nel 1982, sono continuati lo scorso anno. Se si esclude il forte aumento dei fondi erogati dal FMI, tutti gli altri principali flussi di finanziamento sono diminuiti per il secondo anno consecutivo. Gli afflussi netti per investimenti diretti, pari a \$ 5 miliardi, si sono dimezzati nell'arco di due anni, in parte per effetto della recessione, ma forse maggiormente in conseguenza della crisi debitoria. Malgrado una riduzione nel fabbisogno di finanziamento commisurata al miglioramento delle partite correnti, il nuovo indebitamento netto a lungo termine è rimasto praticamente al livello dell'anno precedente. Tuttavia, come indicato dalla marcata diminuzione nell'indebitamento a breve, ciò può essere attribuito in misura significativa alle operazioni di ristrutturazione che hanno trasformato parte del debito a breve in essere in debito a lungo termine, allungando la scadenza media delle passività esterne dei PVS non OPEC. Il finanziamento ottenuto dal settore

bancario internazionale è diminuito nettamente per il secondo anno consecutivo, ma anche i prestiti agevolati e gli altri flussi ufficiali sono diminuiti, secondo stime, di \$ 2 miliardi nel 1983, situandosi a un totale di \$ 14 miliardi. Poiché non vi è stato bisogno di un ulteriore ricorso al finanziamento mediante riserve ufficiali, queste ultime si sono accresciute di \$ 5 miliardi nel 1983, dopo pesanti prelievi dei due anni precedenti.

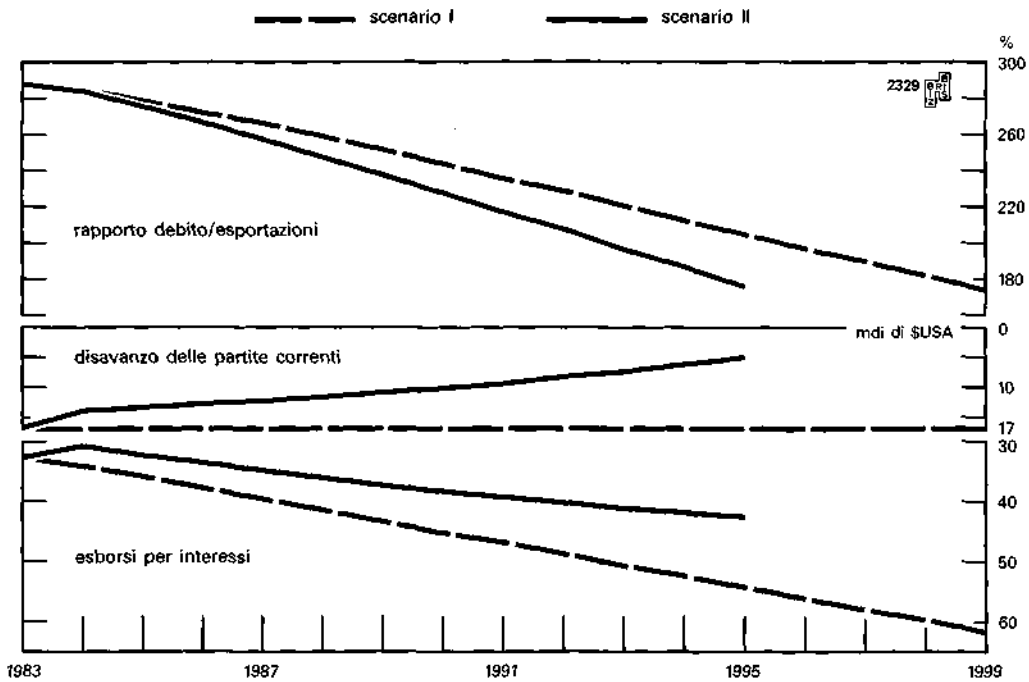
Il processo di aggiustamento nel più lungo periodo. La diversa conformazione del processo di aggiustamento manifestatasi lo scorso anno in Asia e in America Latina è essenzialmente attribuibile all'influsso esercitato dalle politiche precedenti sul livello di indebitamento e sul potenziale di esportazione. Mentre il rapporto fra debito estero e proventi delle esportazioni di beni e servizi è variato relativamente poco in Asia – il livello di circa il 90% nel 1983 è pressoché analogo a quello del 1973–74 e non supera di molto il valore del 1979 – in America Latina esso è salito dal 175% nel 1973–74 a quasi il 200% nel 1979 e a più del 285% nel 1983. La ragione fondamentale di questa vistosa differenza è che i paesi dell'Asia hanno generalmente conseguito maggiori successi nel promuovere le esportazioni rispetto a quelli dell'America Latina, che per la maggior parte hanno teso a favorire una strategia di sostituzione delle importazioni. Ciò emerge chiaramente dalla divergenza negli andamenti tendenziali delle esportazioni e delle importazioni in queste due aree. Dal 1967 fino alla recessione del 1981 il volume delle esportazioni di merci dei paesi asiatici è aumentato ad un tasso medio annuo del 10,5%, più che doppio rispetto a quello (5%) registrato dall'America Latina. Questa differenza, che non è stata controbilanciata da una più lenta crescita delle importazioni reali in America Latina (il 6,5% annuo, contro l'8% in Asia) e da una evoluzione più vantaggiosa delle ragioni di scambio, è stato il fattore decisivo alla base dell'andamento molto più sfavorevole del saldo commerciale, della conseguente espansione dell'indebitamento e dell'incremento nel rapporto fra debito ed esportazioni dei paesi dell'America Latina. Inoltre, la posizione sull'estero dell'America Latina pare essere stata notevolmente aggravata dai deflussi di capitali del settore privato. Fra il 1978 e il 1983 il nuovo indebitamento esterno di questi paesi ha superato di circa \$ 50 miliardi il loro fabbisogno di finanziamento – disavanzo corrente rettificato delle variazioni nelle riserve ufficiali e degli afflussi di fondi non comportanti un aumento del debito – mentre, non vi sono indicazioni di una fuga di capitali di dimensioni apprezzabili per i paesi dell'Asia.

E' chiaro che il miglioramento della situazione debitoria dell'America Latina non può essere ottenuto attraverso riduzioni delle importazioni a livelli insostenibili. Esso richiede piuttosto un aumento degli introiti da esportazione che, insieme a disavanzi dei pagamenti correnti di dimensioni sopportabili, permetta col tempo un moderato incremento del livello delle importazioni.

Il grafico seguente illustra due possibili ipotesi di aggiustamento che potrebbero ridurre il rapporto, a livello aggregato, fra debito ed esportazioni dei paesi dell'America Latina al 175%, cioè al livello del 1973–74. Il primo scenario ipotizza che dal 1984 in poi il valore delle esportazioni di beni e servizi di questi paesi cresca ad un tasso annuo costante del 7,5% e che si mantengano invariati ai livelli del 1983 gli introiti netti per trasferimenti e rimesse (\$ 2 miliardi), il tasso d'interesse medio sul debito estero (10,9%) e il disavanzo corrente (\$ 17 miliardi). Sulla base di questi assunti, il valore delle importazioni di beni e servizi si

espanderebbe inizialmente ad un tasso annuo del 6% per poi avvicinarsi gradualmente ad un tasso di crescita del 7,5%. Gli esborsi per interessi sul debito esterno, che nel 1983 hanno superato di \$ 15 miliardi il disavanzo di parte corrente, aumenterebbero in linea con l'incremento dell'indebitamento esterno in essere (cioè del disavanzo delle partite correnti), implicando quindi un'eccedenza continuamente crescente delle partite correnti diverse dagli esborsi per interessi. Tuttavia, il rapporto debito/esportazioni raggiungerebbe il livello del 175% solo dopo quindici anni. Ipotesi più favorevoli per la crescita delle esportazioni e il livello dei tassi d'interesse potrebbero abbreviare sensibilmente il processo di aggiustamento o, alternativamente, aumentare l'offerta di risorse importate disponibili per l'economia. Ad esempio, una diminuzione di un punto percentuale del tasso d'interesse permetterebbe un aumento di \$ 3 miliardi nel livello delle importazioni complessive oppure, come esplicitato nel secondo scenario, una riduzione dei disavanzi delle partite correnti. In questo caso, come si rileva dal grafico, un rapporto fra debito ed esportazioni pari al 175% potrebbe essere raggiunto con un anticipo di circa quattro anni.

Ipotesi di aggiustamento nel lungo periodo per i paesi in via di sviluppo non OPEC dell'America Latina



I due scenari rappresentati nel grafico sono puramente illustrativi. In particolare, essi non andrebbero interpretati nel senso che questi paesi non possano ristabilire una posizione sostenibile di bilancia dei pagamenti senza una contrazione nel rapporto debito/esportazioni al livello del 1973-74. Nondimeno, essi consentono alcune conclusioni di ordine generale. In primo luogo, si renderanno comunque necessari diversi anni per conseguire una netta riduzione del rapporto debito/esportazioni rispetto al suo attuale livello. In secondo luogo, per mantenere

i disavanzi aggregati correnti di questi paesi al livello del 1983, permettendo al tempo stesso un'espansione ragionevole delle importazioni, è necessaria una crescita degli introiti per esportazioni molto più rapida di quella degli ultimi due anni. In terzo luogo, il processo di aggiustamento è compatibile con un indebitamento esterno crescente, sebbene ad un ritmo decisamente più lento rispetto agli ultimi anni. In quarto luogo, i paesi debitori dovranno finanziare una parte crescente del loro servizio del debito attraverso gli introiti correnti delle esportazioni, anziché mediante un nuovo ricorso all'indebitamento. Infine, data la probabilità di fluttuazioni cicliche dell'attività economica nei paesi industriali e le conseguenti ripercussioni sull'andamento delle esportazioni dei paesi debitori, è particolarmente importante che il margine di manovra consentito dalla crescita delle esportazioni durante l'attuale ripresa economica sia utilizzato appieno per ridurre il disavanzo aggregato delle partite correnti e con esso l'ulteriore espansione dell'indebitamento esterno.

VI. I MERCATI INTERNAZIONALI DEL CREDITO E DEI CAPITALI

Aspetti salienti

Nel 1983 l'evoluzione dei mercati finanziari internazionali è stata fortemente differenziata: l'attività ha continuato ad essere particolarmente vivace sul mercato obbligazionario internazionale, nonostante la notevole incertezza circa i tassi d'interesse, mentre nel mercato bancario internazionale si è avuto un ulteriore rallentamento sia delle operazioni interbancarie sia del credito agli utilizzatori finali.

La più lenta crescita dell'attività bancaria internazionale, già manifestatasi nel secondo semestre del 1982, è riconducibile essenzialmente a due fattori: in primo luogo, la situazione debitoria internazionale, la quale ha fatto sì che le banche rimanessero riluttanti ad espandere autonomamente la loro esposizione verso un certo numero di paesi fortemente indebitati, soprattutto in America Latina; in secondo luogo, un rallentamento – in parte congiunturale e in parte connesso a motivi precauzionali – della domanda di credito bancario delle imprese e dei paesi con buona affidabilità di credito. Peraltro, dal lato dell'offerta, sul mercato bancario internazionale non si è manifestata scarsità di nuovi fondi, e verso la metà dell'anno si sono arrestati i precedenti ampi prelievi di depositi da parte dei paesi OPEC. Per effetto di questi vari fattori, il settore bancario internazionale si è mantenuto assai liquido. Ciò ha comportato una forte concorrenza fra le banche per accaparrarsi i mutuatari di prim'ordine, i quali hanno potuto ulteriormente dettare condizioni di credito molto favorevoli.

Lo scorso anno il fattore di maggiore preoccupazione nei circoli sia privati che ufficiali ha continuato ad essere la situazione debitoria internazionale. L'azione coordinata delle istituzioni monetarie ufficiali, delle banche e dei paesi debitori è riuscita a fronteggiare i problemi, e in pari tempo è stato compiuto un certo progresso nel ridurre la vulnerabilità del sistema. I paesi più pesantemente indebitati sono riusciti a diminuire in misura sostanziale i loro disavanzi correnti con l'estero; il migliorato flusso di proventi ha permesso nella maggior parte dei casi di rafforzare la struttura di bilancio delle banche internazionali; l'attuazione dell'incremento delle quote del FMI, l'allargamento degli Accordi Generali di Prestito (GAB) e taluni altri schemi di finanziamento ufficiali hanno fornito le risorse necessarie al proseguimento del ruolo attivo svolto dal FMI nell'affrontare la situazione debitoria internazionale.

Nonostante questi sviluppi positivi la situazione rimane tuttavia grave. A causa del persistere di elevati tassi d'interesse sul dollaro e della lenta crescita delle esportazioni, gli esborsi per interessi sul debito esterno hanno continuato ad assorbire ben oltre un terzo dei proventi delle esportazioni di beni e servizi dei paesi dell'America Latina. E' quindi soltanto mediante ulteriori forti tagli alle importazioni che questi paesi sono riusciti a ridurre il loro fabbisogno di finanziamento esterno ad un livello più sostenibile. La prosecuzione del processo di aggiustamento unitamente ad un favorevole contesto economico internazionale

Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime):
variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche
ed emissioni obbligazionarie internazionali

	Flussi depurati degli effetti di cambio ¹					Consi- stenze a fine 1983
	1979	1980	1981	1982	1983	
	miliardi di dollari USA					
Credito internazionale totale delle banche dichiaranti ²	205,9	241,1	264,8	175,6	108,4	1.753,9
meno: duplicazioni contabili derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante	80,9	81,1	99,8	80,6	23,4	668,9
A = Incremento netto del credito bancario internazionale³	125,0	160,0	165,0	95,0	85,0	1.085,0
Emissioni di euroobbligazioni e di obbligazioni estere	38,9	39,4	49,0	71,7	73,5	.
meno: rimborsi e riacquisti ⁴	10,9	11,4	12,5	13,2	14,5	.
B = Incremento netto del finanziamento internazionale mediante obbligazioni	28,0	28,0	36,5	58,5	59,0	345,0
A + B = Incremento del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni	153,0	188,0	201,5	153,5	144,0	1.430,0
meno: duplicazioni contabili ⁵	8,0	8,0	6,5	8,5	14,0	70,0
Incremento netto del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni	145,0	180,0	195,0	145,0	130,0	1.360,0

¹ I crediti bancari in monete diverse dal dollaro sono convertiti a tassi di cambio costanti di fine trimestre, le obbligazioni non denominate in dollari a tassi di cambio di metà mese. ² Banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci in Austria, Danimarca e Irlanda, nonché filiali *offshore* di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ³ Oltre ai crediti diretti concessi ad utilizzatori finali, queste stime comprendono alcune posizioni interbancarie: anzitutto, crediti verso banche esterne all'area dichiarante, ipotizzandosi che queste banche "periferiche" nella maggior parte dei casi non mutuino fondi dalle banche dei centri finanziari al semplice fine di rideditarli presso altre banche di questi centri; in secondo luogo, crediti verso banche entro l'area dichiarante, nella misura in cui queste convertono i fondi in moneta nazionale e/o li utilizzano per la concessione di crediti diretti in valuta a soggetti residenti non bancari; in terzo luogo, gran parte dei crediti in valuta verso le banche del paese di emissione della moneta di cui trattasi, per esempio crediti in dollari di banche a Londra verso banche negli Stati Uniti; anche in questo caso si ipotizza che le banche mutuarie raccolgano i fondi soprattutto per fini interni e non li riprestino ad altre banche all'estero; 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 rappresentano stime molto approssimative e vengono qui inserite soprattutto a titolo indicativo. Ma, per quanto il margine di errore sia elevato in queste poste, è improbabile che esso alteri in modo significativo il totale netto del 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.

continuerà pertanto ad essere un'importante condizione per far fronte in modo soddisfacente alla situazione debitoria internazionale.

Nei mercati obbligazionari internazionali un aspetto saliente del 1983 è stato l'espandersi del ruolo delle banche nell'acquisto e nell'emissione di titoli, nonché la connessa esuberanza del mercato delle *notes* a tasso fluttuante, che in misura crescente si è posto in concorrenza con il mercato dei prestiti consorziali. Questi sviluppi hanno reso piuttosto incerta la linea di demarcazione fra il mercato del credito bancario internazionale ed i mercati finanziari. La tabella precedente mostra che l'ammontare complessivo del nuovo credito internazionale erogato nel 1983 (depurato delle duplicazioni connesse alla crescente sovrapposizione dei due mercati) è stato di \$130 miliardi, ossia inferiore di un terzo al massimo di \$195 miliardi raggiunto nel 1981.

Il settore bancario internazionale: i fattori determinanti e l'evoluzione della situazione debitoria internazionale

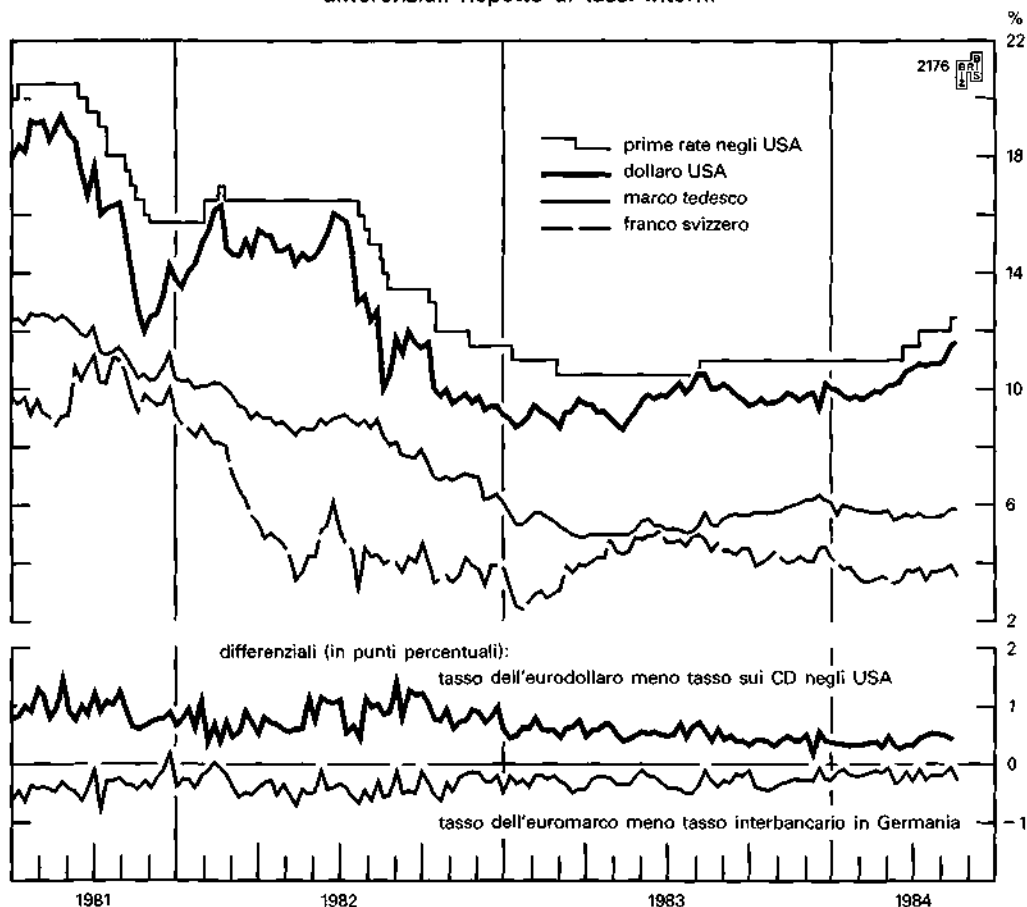
Per l'attività bancaria internazionale il 1983 ha rappresentato un anno di lenta crescita e di consolidamento. I problemi emersi bruscamente con lo scoppio della crisi di bilancia dei pagamenti del Messico nell'estate del 1982 – ossia l'eccessiva vulnerabilità esterna di taluni paesi fortemente indebitati, la conseguente riluttanza delle banche ad accrescere la loro esposizione verso questi paesi e, ciò nonostante l'esigenza, nell'interesse sia dei creditori sia dei debitori, di preservare il flusso di credito – hanno continuato ad essere l'aspetto predominante dei mercati internazionali dei capitali.

Sebbene non sia ripreso il flusso spontaneo di crediti verso l'America Latina in generale, e verso taluni altri paesi fortemente indebitati, le banche hanno tenuto aperto l'accesso al credito a tutti i paesi con politiche economiche interne ragionevolmente "sane" e con una situazione sostenibile in termini di bilancia dei pagamenti. Se, ciò nonostante, anche il flusso complessivo dei nuovi crediti a questi paesi ha mostrato un rallentamento, ciò non è dovuto soltanto ad una maggiore cautela e ad un orientamento meno espansivo da parte delle banche, ma altresì a politiche più prudenti e ad ulteriori misure correttive adottate in diversi paesi, una tendenza questa che va certamente a vantaggio della stabilità del sistema finanziario internazionale. Inoltre, minori disavanzi di bilancia dei pagamenti, fattori congiunturali, un miglioramento del *cash flow* delle imprese e la ricettività dei mercati dei capitali a lungo termine hanno raffrenato la domanda di credito bancario internazionale anche nei principali paesi industriali.

Mentre il ridursi della cerchia dei mutuatari considerati affidabili, unitamente alla maggior cautela ed al diminuito fabbisogno di finanziamento dei medesimi, ha moderato la crescita della domanda di credito, dal lato dell'offerta sul mercato non si è manifestata scarsità di nuovi fondi. I precedenti ampi prelievi sui depositi da parte dei paesi OPEC si sono arrestati verso la metà dell'anno, mentre vi è stato un ulteriore forte afflusso di fondi alle banche dall'interno dell'area dichiarante alla BRI e, in misura minore, da altri paesi esterni all'area. Questa combinazione di abbondante offerta di fondi e di minore domanda di credito ha fatto sì che i mercati internazionali abbiano continuato ad essere caratterizzati da una forte liquidità. Pertanto i mutuatari di prim'ordine sono stati oggetto di una serrata concorrenza fra le banche ed hanno dettato condizioni di credito assai vantaggiose, cosicché vi potrebbe essere nuovamente il rischio di una erogazione di credito eccessiva a taluni paesi. La sovrabbondanza di fondi offerti sui mercati internazionali ha anche esercitato una pressione al ribasso sui tassi d'interesse eurovalutari in rapporto ai corrispondenti tassi del mercato statunitense, con la conseguenza che nel corso del 1983 il settore bancario degli Stati Uniti è passato da una posizione di forte erogatore netto a quella di importante premitore netto di fondi sul mercato internazionale.

Il contenimento della situazione debitoria internazionale nel 1983 è stato reso possibile da una combinazione di fattori: gli sviluppi economici nel mondo industrializzato; l'ampio flusso di finanziamento ufficiale ai paesi debitori in difficoltà, nell'ambito del quale hanno svolto un ruolo primario i prestiti condizionali del FMI; la ristrutturazione del debito e la concessione, incoraggiata a livello ufficiale, di crediti addizionali da parte delle banche internazionali, molte

"Prime rate" negli Stati Uniti, tassi interbancari sui depositi eurovalutari a tre mesi e differenziali rispetto ai tassi interni



Nota: i tassi interbancari ed i differenziali sono basati sui dati di metà settimana.

delle quali sono riuscite in pari tempo a rafforzare la propria struttura di bilancio; e, non meno importante, il proseguimento dell'azione correttiva intrapresa dagli stessi paesi debitori.

Per quanto concerne il primo di questi fattori, non vi è dubbio che la ripresa economica nel mondo industrializzato, iniziata sotto la guida degli Stati Uniti e che è attualmente in corso anche in diversi altri paesi, ha contribuito in misura considerevole al contenimento della situazione debitoria nonostante il fatto che finora non sono stati i paesi fortemente indebitati dell'America Latina a trarre i maggiori vantaggi diretti dalla ripresa stessa. Al di là di questo impatto diretto, percepito soprattutto nei paesi emergenti dell'Asia, la ripresa economica nei paesi sviluppati ha notevolmente migliorato il clima economico generale entro il quale hanno dovuto essere affrontati i problemi dell'indebitamento esterno. Dal lato finanziario, tuttavia, il quadro si presenta meno favorevole. Sebbene i tassi d'interesse sul dollaro nel 1983 siano stati mediamente inferiori rispetto al 1982, verso la metà dell'anno hanno ripreso a salire, crescendo ulteriormente nel 1984, con un conseguente nuovo aggravamento dell'onere per il servizio del debito.

Nel mantenimento di un adeguato flusso di nuovi fondi ai paesi debitori maggiormente in difficoltà, il ruolo primario è stato svolto dal FMI. L'approccio del Fondo è stato duplice. In primo luogo, esso ha concesso crediti su vasta scala ai principali paesi con problemi debitori, dopo aver negoziato con essi programmi di aggiustamento diretti a ripristinare una situazione sostenibile di bilancia dei pagamenti. In secondo luogo, il Fondo ha cercato di assicurare che il finanziamento esterno complessivamente reso disponibile a questi paesi rimanesse adeguato, subordinando l'approvazione definitiva dei propri prestiti condizionali all'erogazione di nuovi fondi da parte del sistema bancario internazionale. Le autorità di vigilanza di diversi paesi hanno appoggiato questo secondo elemento della strategia del FMI facendo chiaramente intendere alle banche di propria pertinenza di non ravvisare alcuna contraddizione fra un adeguato incremento degli accantonamenti per crediti di dubbia esigibilità ed una contemporanea crescita dell'esposizione verso i paesi debitori che attuano programmi di aggiustamento patrocinati dal FMI.

La condizionalità del credito del FMI ha inoltre reso più facile l'azione di contenimento della crisi debitoria attraverso il modo in cui la sua influenza si è fatta sentire sulle negoziazioni fra i paesi mutuatari e le banche internazionali creditrici. Nel corso del 1983 le banche hanno dovuto far fronte alla richiesta sia di una ristrutturazione del debito in essere sia di un'ulteriore erogazione di fondi, da parte di un considerevole numero di paesi. L'accettazione della condizionalità del FMI da parte dei paesi debitori è divenuta un elemento-chiave di tali negoziazioni, dal quale le banche hanno fatto dipendere la loro accettazione di schemi di rifinanziamento. Questo approccio coordinato del Fondo e del sistema bancario internazionale al problema dell'indebitamento esterno ha certamente contribuito a realizzare una maggiore coerenza fra le politiche seguite dalle banche e dai paesi mutuatari da un lato, e le esigenze macroeconomiche generali dall'altro. Inoltre, l'esperienza così acquisita potrebbe fornire alcuni insegnamenti per il futuro, quando sarà superata l'attuale necessità di un finanziamento "concordato" dei disavanzi esterni di alcuni paesi.

L'erogazione congiunta di nuovi crediti da parte del FMI e della comunità bancaria internazionale ad un certo numero di paesi debitori in difficoltà ha consentito il rimborso durante il 1983 dei crediti di prefinanziamento accordati a questi paesi, nel 1982 e agli inizi del 1983, dalla BRI e dalle autorità monetarie degli Stati Uniti. Ciò vale per i crediti di \$1,85 e 1,45 miliardi concessi rispettivamente alla Banca del Messico e alla Banca Centrale del Brasile, nonché per il credito di \$0,5 miliardi accordato alla Banca Nazionale di Jugoslavia. La linea di credito *stand-by* per \$0,5 miliardi resa disponibile alla Banca Centrale dell'Argentina nel gennaio 1983 è giunta a scadenza senza essere stata utilizzata (cfr. Capitolo VIII, pagine 164-165).

Lo scorso anno i flussi coordinati di fondi ufficiali e del settore privato ai paesi debitori non si sono limitati agli accordi di finanziamento posti in essere dal FMI e dalle banche internazionali. In un ambito alquanto diverso la Banca Mondiale si è adoperata per sviluppare schemi di co-finanziamento con le banche commerciali, nell'intento di contribuire ad ampliare l'accesso dei PVS al credito delle banche commerciali, a condizioni ragionevoli e per finalità ritenute più idonee a contribuire alle strategie di sviluppo economico rispetto ai prestiti destinati al finanziamento generico delle bilance dei pagamenti. Si può aggiungere che le autorità di vigilanza

cui fanno capo le banche mutuanti potrebbero contribuire a migliorare la qualità delle attività internazionali delle banche di loro pertinenza, incoraggiando in modo discrezionale tali prestiti.

Anche in futuro il Fondo continuerà ad avere un ruolo cruciale nel fronteggiare la situazione debitoria internazionale e nell'evitare disfunzioni del sistema finanziario internazionale. A tal fine esso dovrà essere in grado sia di mettere a disposizione dei paesi membri adeguate linee di credito condizionali, sia di reperire le risorse per finanziare l'utilizzo di tali linee. Da entrambi i punti di vista l'entrata in vigore, verso la fine del 1983, degli incrementi delle quote del FMI nel quadro dell'Ottava Revisione Generale è avvenuta in un momento particolarmente opportuno, così come il rafforzamento delle linee di credito proprie del Fondo stesso attraverso un aumento delle risorse nell'ambito degli Accordi Generali di Prestito nel dicembre 1983 e l'istituzione di linee di credito per un totale di 6 miliardi di DSP con il concorso dell'Arabia Saudita, della BRI, del Giappone e del Belgio nell'aprile 1984 (cfr. Capitolo VIII, pagina 166). Per contro, gli sforzi tesi ad ampliare le risorse del gruppo di istituzioni facenti capo alla Banca Mondiale non hanno finora dato risultati.

Per quanto concerne il contributo delle banche internazionali, le operazioni di ristrutturazione del debito cui esse hanno partecipato nel 1983 hanno riguardato ben 22 paesi per un ammontare complessivo di circa \$60 miliardi. Nella maggioranza dei casi le scadenze dei prestiti ristrutturati — che comprendevano non solo quelli a medio-lungo termine, ma anche i crediti finanziari e commerciali a breve termine — sono state prorogate per periodi che vanno da sette a nove anni. Inoltre i nuovi crediti erogati dalle banche nel quadro dei programmi patrocinati dal Fondo hanno raggiunto nel 1983 un totale di \$14 miliardi, di cui quasi \$10 miliardi sono stati effettivamente utilizzati entro la fine dell'anno. Al Brasile e al Messico va attribuita più della metà degli importi rinegoziati e i due terzi delle nuove linee di credito. Diversamente dai consueti schemi di rinegoziazione che coprono solo l'anno in corso, gli accordi di ristrutturazione conclusi tra il Messico e le banche creditrici estere nel 1983 — dopo l'erogazione di \$5 miliardi di nuovi fondi da parte delle banche nel marzo del 1983 — comprendevano debiti del settore pubblico in scadenza sino alla fine del 1984, per un totale di \$22,5 miliardi. Nel caso del Brasile, gli accordi conclusi agli inizi del 1983 hanno comportato la ristrutturazione di debiti dei settori pubblico e privato per \$4,8 miliardi, in scadenza nel 1983, e crediti addizionali per \$4,4 miliardi. Inoltre, nel dicembre 1983 il Brasile ed il Messico hanno avviato negoziati con le banche creditrici per la concessione, nel 1984, di nuovi crediti per \$6,5 e 3,8 miliardi rispettivamente. Questi nuovi accordi di finanziamento sono stati nel frattempo perfezionati.

Nonostante il loro vario contributo al contenimento della situazione debitoria, lo scorso anno le banche internazionali sono riuscite per lo più a rafforzare le proprie strutture di bilancio. Il sostanziale accrescimento nel flusso dei proventi ha permesso non solo di accelerare gli accantonamenti, di carattere sia generale che specifico, a fronte di crediti di dubbia esigibilità verso i paesi, ma anche di migliorare gli indici di copertura delle attività di rischio, in quanto nella maggior parte dei casi l'aumento dei mezzi propri delle banche ha superato il tasso medio di espansione del 5% della loro esposizione nei confronti dei PVS non OPEC. Inoltre, l'esuberanza dei mercati obbligazionari ha consentito alle banche di

compensare più facilmente, almeno in parte, la ridotta liquidità di alcune delle loro attività internazionali. Dal lato del passivo delle banche vi è stato infatti uno spostamento dalla raccolta di fondi interbancari a breve verso il finanziamento a più lungo termine, particolarmente sotto forma di *notes* a tasso fluttuante. Si stima che lo scorso anno le banche abbiano raccolto \$ 14 miliardi di fondi in questa forma, dopo aver ottenuto \$ 13 e 8 miliardi rispettivamente nel 1982 e nel 1981. Una parte significativa di questi titoli, soprattutto quelli delle banche statunitensi, è stata collegata all'emissione di azioni oppure ha assunto la forma di debito postergato. In aggiunta, dal lato dell'attivo dei bilanci bancari, una più ampia quota degli impieghi è stata rappresentata dall'emissione di titoli negoziabili; in particolare le acquisizioni di obbligazioni a tasso fluttuante emesse dai mutuatari hanno in parte sostituito i crediti consorziali. Infine, per evitare un'eccessiva dilatazione del rapporto impieghi/mezzi propri, le banche hanno cercato di ridurre la loro partecipazione alle operazioni interbancarie poco remunerative.

Il sostenuto andamento dei profitti delle banche internazionali nel 1983 è riconducibile in parte ai migliori risultati conseguiti nell'attività sul mercato interno con il passaggio dalla recessione alla ripresa economica. Tuttavia anche nelle loro operazioni internazionali le banche hanno applicato notevoli maggiorazioni (mediamente superiori a 2 punti percentuali) e commissioni anticipate (di oltre 1 punto percentuale in media) sui prestiti rinegoziati, benché la ristrutturazione del debito abbinata alla condizionalità del FMI avrebbe dovuto migliorare la posizione dei mutuatari nell'accesso al credito. In effetti è della massima importanza che, quando l'azione di aggiustamento attuata da un paese debitore inizia a dare i suoi frutti, ciò trovi un pronto riconoscimento da parte delle banche mediante un opportuno adeguamento delle condizioni creditizie.

Infine, per quanto riguarda i paesi debitori stessi, lo sviluppo più incoraggiante dello scorso anno è stata l'ulteriore riduzione del disavanzo aggregato di parte corrente dei PVS non OPEC, scesa da poco meno di \$ 60 a 38 miliardi circa.* Questo miglioramento ha riguardato soprattutto quei paesi che ne avevano maggiormente bisogno, ossia quelli dell'America Latina, il cui disavanzo corrente complessivo si è più che dimezzato lo scorso anno, scendendo a \$ 15,5 miliardi, cioè al più basso livello dalla seconda crisi petrolifera. Il Messico è stato in grado di passare da un deficit di \$ 5 miliardi ad un'eccedenza di \$ 5,5 miliardi, e il Brasile ha ridotto il proprio disavanzo da \$ 15 a 6 miliardi.

Nonostante il forte miglioramento nella bilancia complessiva delle partite correnti, la situazione dei conti con l'estero di molti paesi dell'America Latina è rimasta assai precaria. La persistenza di alti tassi d'interesse sul dollaro, unitamente ad un certo ulteriore aumento dell'indebitamento, ha fatto sì che pagamenti netti per interessi sul debito estero dei paesi dell'America Latina, per un totale di \$ 31 miliardi (che esclude ovviamente il reddito degli interessi sui capitali fuggiti all'estero) fossero quasi pari all'importo del 1982 e rappresentassero il doppio del loro disavanzo corrente complessivo. Pertanto, il miglioramento nella bilancia delle partite correnti di questi paesi ha dovuto essere realizzato attraverso cospicue eccedenze del saldo commerciale. Essendo aumentati solo dell'1% circa i proventi

* I dati citati in questo paragrafo non coincidono con quelli del Capitolo V, in quanto non comprendono i centri *offshore*.

Flussi tra le banche dichiaranti alla BRI¹ e gruppi di paesi esterni all'area dichiarante; 1978-1983. Stime

Voci	Consi- stenze a fine 1977	Flussi ²						Consi- stenze a fine 1983
		1978	1979	1980	1981	1982	1983	
miliardi di dollari USA a tassi di cambio costanti di fine trimestre								
Paesi OPEC³								
Depositi lordi	77,9	3,2	37,4	41,9	3,2	- 18,2	- 13,6	120,2
Indebitamento lordo	39,1	16,7	7,2	7,0	4,2	8,2	9,7	86,8
Posizione netta ⁴	38,8	- 13,5	30,2	34,9	- 1,0	- 26,4	- 23,3	33,4
<i>per memoria:</i>								
riserve in valuta ⁵	69,6	- 14,6	15,5	14,3	- 1,8	- 11,6	- 9,3	61,6
saldo delle partite correnti . . . . .	.	5,0	61,5	110,5	54,0	- 12,5	- 16,5	.
PVS non OPEC								
Depositi lordi	60,8	14,6	12,3	3,9	9,4	4,9	10,5	110,9
Indebitamento lordo	97,2	22,8	35,3	39,0	39,9	19,8	12,4	256,2
Posizione netta ⁴	- 36,4	- 8,2	- 23,0	- 35,1	- 30,5	- 14,9	- 1,9	-145,3
<i>per memoria:</i>								
riserve in valuta ⁵	43,5	11,3	8,6	- 1,7	0,1	- 2,0	8,4	68,2
saldo delle partite correnti . . . . .	.	- 28,0	- 43,0	- 64,5	- 79,5	- 59,0	- 38,0	.
Paesi sviluppati								
Depositi lordi	28,2	8,7	7,0	5,7	3,8	- 0,1	1,5	48,9
Indebitamento lordo	55,5	5,7	7,5	15,4	16,8	15,9	7,5	116,4
Posizione netta ⁴	- 27,3	3,0	- 0,5	- 9,7	- 13,0	- 16,0	- 6,0	- 67,5
<i>per memoria:</i>								
riserve in valuta ⁵	15,9	6,5	3,2	1,3	- 1,5	1,2	2,4	29,1
saldo delle partite correnti . . . . .	.	- 7,0	- 7,0	- 16,5	- 24,5	- 23,0	- 10,0	.
Europa orientale								
Depositi lordi	8,4	1,7	4,7	0,9	0,1	2,0	2,9	18,5
Indebitamento lordo	38,3	5,7	7,2	6,8	4,8	- 4,6	- 1,2	48,9
Posizione netta ⁴	- 29,9	- 4,0	- 2,5	- 5,9	- 4,7	6,6	4,1	- 30,4

Nota: la definizione di paesi in via di sviluppo non OPEC impiegata in questo capitolo differisce da quella adottata nel Capitolo V per due aspetti: anzitutto esclude i centri bancari *offshore*, nonché Bahrain, Brunei, Trinidad e Tobago (compresi tra i paesi OPEC); in secondo luogo include Israele e le economie pianificate di Cina, Corea del Nord e Vietnam.

¹ Le statistiche della BRI comprendono le banche dichiaranti in Austria, Belgio-Lussemburgo, Canada, Danimarca, Francia, Germania, Giappone, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia, Svizzera e le filiali *offshore* di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. A partire dal dicembre 1981 le banche negli Stati Uniti comprendono le "International Banking Facilities". 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.

delle esportazioni di beni e servizi, in America Latina si è avuta nel 1983 una ulteriore riduzione del 27% delle importazioni complessive di merci, che va ad aggiungersi ad un calo del 30% registrato nel 1982. Un così drastico taglio alle importazioni non poteva essere conseguito solo attraverso i meccanismi di mercato, ed ha quindi comportato varie forme di razionamento che hanno creato problemi per la produzione destinata sia all'interno sia all'esportazione.

Inoltre, a causa del livello persistentemente alto degli oneri per interessi e dell'andamento stagnante delle esportazioni, lo scorso anno alcuni dei principali indici della situazione di indebitamento dell'America Latina hanno continuato a deteriorarsi, tanto più che non vi è stato un incremento dei flussi di capitale verso questi paesi non comportanti creazione di debito. Di conseguenza, il rapporto fra il loro indebitamento complessivo e le esportazioni di beni e servizi è ulteriormente

Fattori determinanti il fabbisogno di indebitamento e il ricorso dei PVS non OPEC al credito bancario internazionale; 1974-1983¹

ordinata di sinistra:

disavanzo dei pagamenti correnti



esborsi netti per interessi



disavanzo dei pagamenti correnti

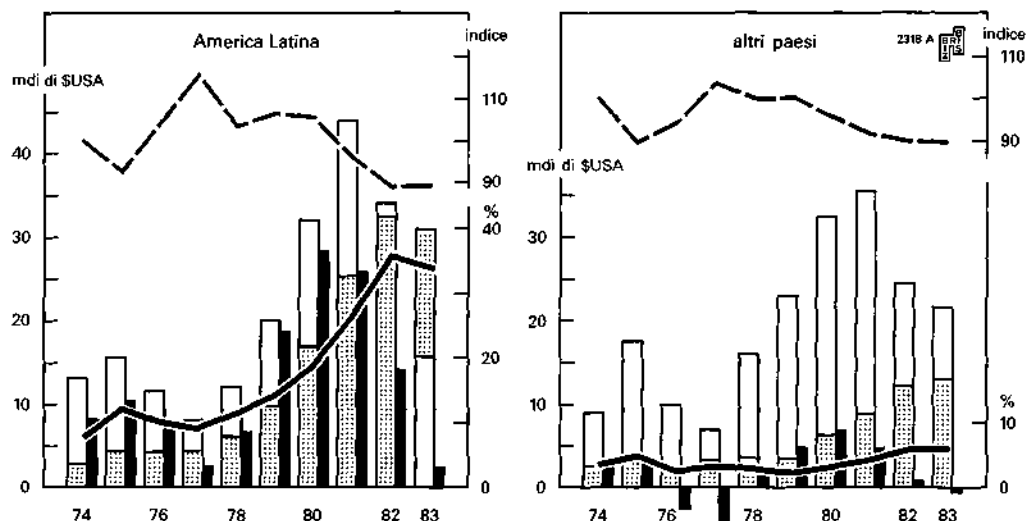


indebitamento netto presso banche³

ordinata di destra:

interessi passivi netti/esportazioni²

ragioni di scambio



¹ Parzialmente stimati.

² Esportazioni di beni e servizi.

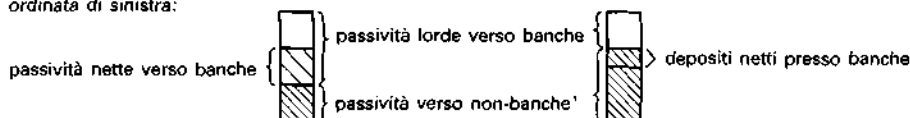
³ Calcolati in dollari costanti.

salito dal 300 al 308,5% e, nonostante la più ampia quota dei crediti ufficiali, anche il rapporto tra le passività verso le banche e le esportazioni è aumentato dal 185 al 190,5%. Il rapporto esborsi netti per interessi/esportazioni è leggermente migliorato, pur mantenendosi al livello molto elevato di oltre il 33%. Questi rapporti sarebbero molto più alti se calcolati sulla base delle sole esportazioni di merci. Sia in Brasile sia in Messico i pagamenti per interessi sono ammontati nel 1983 a circa \$10 miliardi, assorbendo quasi la metà dei proventi delle esportazioni di merci di questi paesi.

Oltre alla riduzione del disavanzo aggregato dei pagamenti correnti dei paesi dell'America Latina, durante lo scorso anno vi sono stati alcuni altri aspetti incoraggianti negli sviluppi concernenti questi paesi. Anzitutto, le operazioni di rinegoziazione hanno migliorato la struttura per scadenze del debito estero. In secondo luogo, la fuga di capitali dall'America Latina, che per il periodo 1978-82 può essere complessivamente stimata in almeno \$50 miliardi, pare essersi drasticamente ridotta nel 1983, sebbene finora vi siano state ben poche indicazioni di una inversione di tendenza. In terzo luogo, il miglioramento della bilancia dei pagamenti del Messico nel 1983 ha consentito a questo paese non solo di recuperare gran parte della perdita di riserve subita nel 1982, ma anche di ottenere dalle banche, per la fine del 1983, condizioni sensibilmente migliori in sede di rinegoziazione dei prestiti.

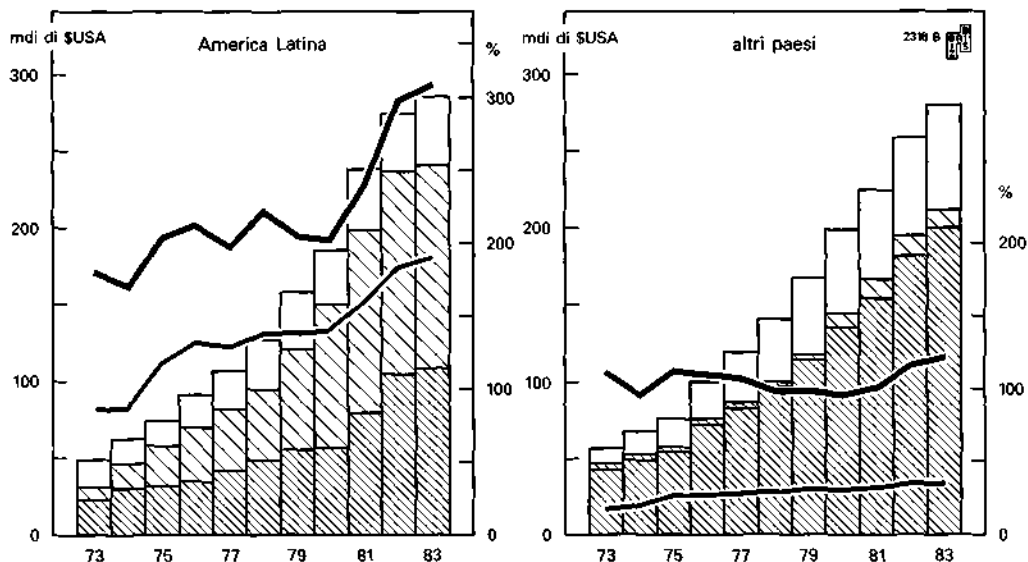
Evoluzione dell'indebitamento internazionale dei PVS non OPEC; 1973-1983¹

ordinata di sinistra:



ordinata di destra:

— totale passività/esportazioni² — passività verso banche/esportazioni²



¹ Parzialmente stimati. ² Esportazioni di beni e servizi.

Per quanto concerne gli altri PVS non OPEC, nel 1983 la riduzione del disavanzo aggregato delle partite correnti, da \$ 24,5 a 22,5 miliardi, è stata alquanto modesta. I paesi dell'Asia, che sono stati l'unico gruppo tra i PVS non OPEC a conseguire una significativa crescita delle esportazioni nel 1983, hanno ridotto di \$ 3 miliardi il loro disavanzo corrente complessivo. Per tali paesi il rapporto tra le passività verso le banche e le esportazioni, che corrisponde a meno di un sesto di quello dei paesi dell'America Latina, non ha mostrato alcun ulteriore aumento e, con la sola eccezione delle Filippine, il servizio del debito non ha posto grossi problemi. Anche i paesi dell'Africa sono riusciti a ridurre il loro disavanzo complessivo dei pagamenti correnti ma, come nel caso dell'America Latina, questo risultato è stato ottenuto attraverso una riduzione delle importazioni, mentre le esportazioni hanno continuato a decrescere. Un ulteriore calo delle esportazioni e un corrispondente deterioramento del rapporto tra indebitamento verso le banche ed esportazioni si è avuto inoltre nei PVS non OPEC nel Medio Oriente, il cui disavanzo corrente si è dilatato lo scorso anno. Tuttavia, questi paesi e quelli dell'Africa concorrono insieme solo per il 12% all'indebitamento dei PVS non OPEC verso il settore bancario internazionale.

Un ulteriore fattore positivo dello scorso anno è stato il perdurante miglioramento della situazione dei pagamenti con l'estero dei paesi dell'Europa orientale. L'eccedenza complessiva delle partite correnti di questi paesi è

aumentata, secondo stime, di ulteriori \$4,5 miliardi, salendo a \$9 miliardi; i miglioramenti più ampi sono stati quelli conseguiti da Unione Sovietica, Romania e Ungheria. L'indebitamento netto dei paesi dell'Est europeo verso le banche dichiaranti, che era sceso di \$6,6 miliardi nel 1982, si è ulteriormente ridotto di \$4,1 miliardi lo scorso anno. In seguito a questo miglioramento della posizione debitoria, la politica creditizia delle banche nei confronti di questi paesi, inaspritasi dopo l'aggravarsi delle difficoltà nel servizio del debito estero della Polonia, è tornata ad essere più accomodante. A prescindere dalla Polonia, la maggior parte dei paesi di questo gruppo ha avuto – o pare stia avendo – nuovamente accesso al credito bancario internazionale. Persino la Polonia è riuscita di recente ad attenuare i problemi più immediati nei pagamenti con l'estero, ottenendo l'assenso delle banche creditrici alla ristrutturazione, su un periodo di dieci anni, di prestiti per \$1,6 miliardi in scadenza tra il 1984 e il 1987, e l'erogazione di nuovi fondi per \$0,7 miliardi.

In sintesi, l'evoluzione della situazione debitoria internazionale nel 1983 è stata caratterizzata, sul piano dell'economia reale, dalla sostanziale riduzione del disavanzo dei pagamenti correnti dei PVS non OPEC, ottenuta grazie all'energica azione di aggiustamento intrapresa da questi stessi paesi e alla ripresa dell'attività economica nel mondo industrializzato. Sul piano finanziario, la continuità del flusso di fondi ai paesi debitori in difficoltà è stata assicurata attraverso l'azione coordinata del FMI e delle banche internazionali, mentre in pari tempo sono stati rafforzati gli assetti finanziari sia del Fondo sia delle banche. Tuttavia, molto resta ancora da fare per ampliare e consolidare i progressi finora conseguiti, e permane quindi la necessità dell'azione concertata da parte di tutti i protagonisti della scena finanziaria internazionale.

Il nucleo del problema debitorio internazionale è rappresentato dall'America Latina, dove il processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti ha comportato una riduzione complessiva delle importazioni di quasi il 50% tra il 1981 e il 1983, e dove l'onere del servizio del debito esterno permane molto elevato. Nell'ipotesi che prosegua l'espansione economica nel mondo industrializzato e che non vi sia un ulteriore aumento dei tassi d'interesse sul dollaro, dovrebbe essere possibile compiere ulteriori progressi nel porre sotto controllo la situazione del debito esterno. Tuttavia, per ristabilire una posizione sostenibile delle bilance dei pagamenti, è altresì necessario che i paesi dell'America Latina conseguano una più rapida crescita dei proventi delle esportazioni. A tal fine dovranno essere soddisfatte due ulteriori condizioni. E' necessario anzitutto che questi paesi perseguano una politica economica interna orientata al potenziamento delle esportazioni; e, in secondo luogo, che queste ultime trovino un adeguato sbocco sui mercati dei paesi sviluppati.

L'evoluzione dei principali aggregati

In seguito allo scoppio della crisi dei pagamenti del Messico nella tarda estate del 1982, l'espansione del credito bancario internazionale aveva già iniziato a rallentare nell'ultima parte di quell'anno. La decelerazione è continuata fino al 1983 inoltrato e, nonostante i segni di una nuova ripresa negli ultimi mesi dell'anno, per l'intero 1983 la crescita degli aggregati bancari internazionali – sia in termini assoluti

sia, soprattutto, in termini di tassi d'incremento — è stata di gran lunga la più bassa da molti anni a questa parte. Espresse in dollari costanti (se non altrimenti specificato, tutti i dati di flusso riportati in questo paragrafo sono depurati delle variazioni di valutazione dovute ai movimenti dei tassi di cambio) le posizioni creditorie sull'estero delle banche comprese nel sistema di segnalazione alla BRI si sono accresciute di \$ 108 miliardi, ovvero del 6,5%, raggiungendo a fine anno un totale di \$ 1.754 miliardi, allorché nel 1981 (il raffronto con il 1982 è meno rilevante, poiché esso ha costituito un anno di transizione) l'aumento era stato di \$ 265 miliardi, cioè del 20,5% (cfr. tabella di pagina 114).

Tuttavia, poiché il rallentamento della crescita è stato particolarmente pronunciato per le operazioni interbancarie all'interno dell'area dichiarante, le cifre lorde sopra indicate sovrastimano in certa misura il rallentamento nella crescita di fondo del credito internazionale delle banche. Eliminando le duplicazioni contabili derivanti dal rideposito di fondi tra le stesse banche dichiaranti, si può stimare che l'espansione del credito bancario internazionale sia scesa da \$ 165 miliardi nel 1981 a \$ 85 miliardi lo scorso anno, cioè dal 21,5 all'8,5%. L'espansione del credito è stata particolarmente debole nel primo semestre del 1983, con soli \$ 25 miliardi. Nel secondo semestre essa è risalita ad un totale di \$ 60 miliardi che, pur essendo dovuto in parte a fattori stagionali, è considerevolmente superiore alla crescita registrata nel corrispondente periodo del 1982 (\$ 45 miliardi).

Nel valutare la crescita reale del credito bancario internazionale nel 1983 è importante tener conto dell'evoluzione dei prezzi a livello internazionale, come ad esempio le variazioni nel valore unitario in dollari delle merci a mercato mondiale. Raffrontando quarto trimestre su quarto trimestre, questo indice è calato del 4-5% nel 1983, cioè in misura all'incirca analoga a quella del 1982. Sommando l'espansione dell'8,5% del credito bancario internazionale all'incremento nel valore "reale" internazionale del dollaro, si otterrebbe per il 1983 un tasso di crescita di circa il 13%. Questo valore non si discosterebbe molto dai tassi reali di espansione registrati negli anni precedenti, allorché in termini nominali la crescita era dell'ordine del 20-25%, ma l'indice del valore unitario dell'esportazione stava altresì salendo alquanto rapidamente. Inoltre, considerando l'andamento pressoché stagnante del commercio mondiale in termini di volume — aumentato solo del 2% nel 1983 — e l'elevato livello dei tassi d'interesse, parrebbe che la crescita nominale relativamente modesta dell'8,5% del credito bancario internazionale nel 1983 abbia comportato un aumento del debito e dei connessi oneri finanziari analogo a quello verificatosi verso la fine degli anni settanta, allorché i tassi di espansione nominali erano molto alti.

Per quanto concerne gli *sviluppi nei singoli centri di mercato*, una caratteristica di rilievo dello scorso anno è stata la forte decelerazione dell'attività internazionale delle banche con sede negli Stati Uniti. Dopo gli incrementi di \$ 75,7 e 107,1 miliardi nel 1981 e nel 1982, le attività sull'estero di queste banche sono aumentate solo di \$ 32,9 miliardi nel 1983. Questo rallentamento è dovuto a tre fattori: una accresciuta sensibilità delle banche ai rischi connessi alle operazioni creditizie internazionali in seguito allo scoppio della crisi debitoria nel 1982; il graduale risveglio della domanda interna di credito negli Stati Uniti nel corso del 1983; e, in ampia misura, il fatto che per un certo periodo del 1982 la crescita delle attività esterne delle banche negli Stati Uniti è stata gonfiata dall'introduzione delle IBF

Variazioni nelle attività e passività verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta estera, delle banche nei singoli paesi dichiaranti; 1980-83

	Consistenze a fine 1979	Flussi a tassi di cambio costanti di fine trimestre						Consistenze a fine 1983
		1980	1981	1982		1983		
				I semestre	II semestre	I semestre	II semestre	
miliardi di dollari USA								
Attività								
Stati Uniti	136,4	40,4	75,7	68,1	39,0	18,6	14,3	396,0
di cui: IBF	—	—	63,4	55,4	25,6	14,6	13,4	172,2
Filiali offshore di banche USA ¹	127,6	13,6	31,9	- 0,8	2,2	3,2	4,5	179,8
Paesi europei dichiaranti	776,0	158,6	133,9	4,4	53,9	- 6,1	51,9	1.027,2
di cui: Regno Unito	285,5	75,0	79,5	13,4	21,5	9,5	21,5	482,7
Francia	123,6	24,9	9,1	- 3,8	14,3	- 10,1	11,3	141,1
Lussemburgo	80,8	13,6	6,2	2,3	3,5	- 0,5	1,9	85,4
Germania	69,3	10,3	7,4	- 3,4	3,3	- 2,7	2,5	63,1
Belgio	43,0	14,1	8,8	- 1,4	2,5	0,5	3,3	61,3
Svizzera	59,1	4,0	5,1	3,9	- 1,8	3,8	- 1,3	60,2
Paesi Bassi	55,9	9,3	7,4	2,2	- 2,0	- 1,1	0,7	58,1
Italia	29,6	1,8	6,4	- 9,7	8,7	- 8,0	10,0	35,3
Austria	17,9	3,2	2,4	0,7	3,5	1,0	1,5	25,1
Svezia	5,8	2,2	0,1	0,2	- 0,2	0,7	- 0,1	7,1
Danimarca	4,0	0,2	0,7	- 0,2	0,4	0,5	0,8	5,5
Irlanda	1,5	0,5	0,5	0,2	0,4	0,1	- 0,2	2,3
Giappone	45,4	18,2	20,7	0,3	7,7	5,8	12,8	109,1
Canada	25,6	10,1	2,7	2,3	- 1,4	2,0	1,5	41,8
Totale	1.111,0	241,1	264,8	74,2	101,4	23,5	84,9	1.753,9
Per memoria: banche non dichiaranti situate nei centri offshore ²	135,0	42,0	62,0	7,0	8,0	1,0	15,0	270,0
Passività								
Stati Uniti	130,1	9,3	38,3	56,5	11,9	8,7	42,1	296,8
di cui: IBF	—	—	48,3	56,1	20,8	9,7	21,7	156,5
Filiali offshore di banche USA ¹	128,8	14,4	33,5	- 0,3	4,0	3,1	3,2	184,8
Paesi europei dichiaranti	778,1	178,7	126,0	3,7	52,8	0,6	47,4	1.051,8
di cui: Regno Unito	302,0	76,9	78,7	19,8	24,1	12,0	24,9	514,2
Francia	106,2	28,1	14,9	- 5,4	13,0	- 7,8	9,6	138,7
Lussemburgo	76,6	12,9	4,1	1,7	2,2	- 1,1	1,4	79,1
Germania	77,7	3,3	1,5	- 3,8	3,4	- 1,2	- 0,8	57,4
Belgio	50,1	18,0	9,8	- 0,2	2,8	3,7	2,8	72,6
Svizzera	38,2	7,2	2,8	0,3	- 2,9	0,6	- 0,8	38,8
Paesi Bassi	55,5	11,8	4,6	1,6	- 0,5	- 3,2	- 0,3	55,5
Italia	38,1	9,6	4,4	- 10,7	6,4	- 4,5	8,4	45,6
Austria	19,0	5,9	1,8	0,5	2,3	0,4	1,3	25,8
Svezia	8,7	3,2	1,9	- 0,7	1,3	0,8	0,4	14,0
Danimarca	3,7	0,2	0,6	—	0,1	0,3	1,0	5,1
Irlanda	2,0	1,5	0,7	0,7	0,3	0,4	- 0,2	5,0
Giappone	50,5	28,8	21,8	- 0,3	1,1	1,2	6,3	106,6
Canada	32,8	10,9	18,0	0,9	- 4,4	3,2	0,7	62,1
Totale	1.120,3	242,2	237,7	60,3	65,5	16,8	99,7	1.702,1
Per memoria: banche non dichiaranti situate nei centri offshore ²	125,0	41,0	60,0	9,0	7,0	- 1,0	17,0	258,0

Nota: l'eventuale discrepanza fra la somma dei dati parziali ed il totale è dovuta ad arrotondamenti.

¹ Nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ² Stime, a tassi di cambio correnti, per le banche non dichiaranti situate nei cinque maggiori centri offshore e per tutte le banche situate nelle Antille olandesi, nei Bahrain e in Libano.

(International Banking Facilities). Dalla tabella di pagina 125 si può rilevare che le attività e passività sull'estero delle IBF erano aumentate fortemente nella prima metà del 1982. Nel secondo semestre di quell'anno la loro crescita si era più che dimezzata e nei primi sei mesi del 1983 essa si è ulteriormente ridotta di circa il 45%.

L'introduzione delle IBF ha influito anzitutto sulle operazioni delle filiali di banche statunitensi nei centri *offshore*. Come si può notare nella tabella, dopo l'aumento di quasi \$ 32 miliardi nel 1981, le attività complessive sull'estero di queste filiali non hanno presentato pressoché alcun incremento nel 1982, per poi tornare a segnare una modesta crescita di \$ 7,7 miliardi nel 1983. Anche queste cifre sminuiscono la misura in cui queste operazioni sono state ricondotte negli Stati Uniti, in quanto la stasi complessivamente segnata è il risultato di un forte aumento delle posizioni creditorie delle filiali *offshore* verso gli Stati Uniti, controbilanciato da un calo dei crediti verso i residenti di altri paesi. Tra la fine del settembre 1981 e la fine del 1983, le attività sull'estero delle filiali di banche USA nei centri *offshore* si sono accresciute complessivamente solo di \$ 13 miliardi, mentre le posizioni creditorie di queste ultime verso gli Stati Uniti sono contemporaneamente aumentate di \$ 46,5 miliardi, comportando una flessione di \$ 33,5 miliardi delle attività in essere verso altri paesi. In particolare, il totale dei crediti verso i PVS non OPEC contabilizzati attraverso le filiali USA nei centri *offshore* è calato di \$ 21 miliardi, cioè quasi del 50%. Nella seconda metà del 1982 e nel 1983 questo trasferimento delle operazioni verso gli Stati Uniti può essere stato dovuto non solo alle facilitazioni offerte dalle IBF, ma anche a fattori di fiducia e al vantaggio di centralizzare presso la casa-madre i prestiti rinegoziati e quelli di dubbia esigibilità.

Ancor più sorprendente del rallentamento nell'espansione delle attività sull'estero delle banche operanti negli Stati Uniti è il fatto che queste siano passate dalla posizione di fornitrici nette di nuovi fondi al mercato internazionale a quella di mutuatrici nette. Tra la fine del 1979 e il primo trimestre del 1983 la posizione creditoria netta sull'estero delle banche negli Stati Uniti era aumentata da soli \$ 6 a 130 miliardi, superando di gran lunga persino i paesi OPEC nella loro precedente posizione di erogatori di nuovi fondi ai mercati internazionali. Nel secondo trimestre del 1983, tuttavia, le banche negli Stati Uniti sono passate ad una modesta importazione netta di nuovi fondi; nei successivi due trimestri questi afflussi si sono nettamente accelerati, cosicché alla fine dell'anno la loro posizione creditoria netta sull'estero era scesa leggermente al disotto di \$ 100 miliardi. Gli afflussi nella seconda metà dello scorso anno sono imputabili soprattutto alla forte crescita dell'indebitamento all'estero delle banche, prevalentemente attraverso le loro affiliate estere; in pari tempo le attività esterne hanno continuato ad espandersi, ma ad un ritmo leggermente più lento rispetto alla prima parte dell'anno.

Passando a considerare i centri tradizionali dell'euromercato, la crescita delle attività sull'estero delle banche operanti nei paesi europei dichiaranti, che era già notevolmente rallentata nel 1982, in parte per l'effetto dell'istituzione delle IBF negli Stati Uniti, ha subito un'ulteriore decelerazione, scendendo a \$ 46 miliardi nel 1983, cifra corrispondente a circa un terzo di quella registrata nel 1981. I due terzi dell'espansione dello scorso anno vanno ascritti al solo Regno Unito, mentre nei due altri principali centri dell'euromercato, Francia e Lussemburgo, la crescita delle operazioni bancarie internazionali è stata molto modesta. In Francia, Germania e

Paesi Bassi le posizioni creditorie esterne in valuta delle banche sono addirittura diminuite, in quanto l'aumento dei crediti all'estero si è limitato alle operazioni in moneta nazionale, per lo più connesse all'interscambio commerciale. Oltre al Regno Unito, hanno registrato incrementi delle attività sull'estero le banche in Belgio (\$ 3,8 miliardi), che sono state tuttavia prenditrici nette di fondi dall'estero, quelle in Svizzera (\$ 2,5 miliardi), dove l'espansione ha riguardato quasi per intero le operazioni in moneta nazionale e quelle in Austria (\$ 2,5 miliardi). Gli importi relativi alle banche in Svizzera non comprendono tuttavia i fondi fiduciari da esse incanalati sul mercato internazionale nel 1983, il cui ammontare può essere stimato intorno a \$ 4 miliardi.

Sulla base del saldo fra attività e passività, le maggiori prenditrici di fondi all'interno dell'area europea dichiarante sono state lo scorso anno le banche nel Regno Unito, le cui passività nette sull'estero si sono accresciute di \$ 5,9 miliardi, raggiungendo un totale di \$ 31,5 miliardi, e le banche in Belgio e in Italia, le cui posizioni debitorie nette sull'estero sono salite di \$ 2,7 e 1,9 miliardi, passando a \$ 11,3 e 10,3 miliardi rispettivamente. L'espansione nella posizione debitoria netta sull'estero delle banche in Belgio e in Italia ha rispecchiato il ricorso al credito esterno da parte del settore pubblico, attraverso il sistema bancario nazionale, per esigenze di bilancia dei pagamenti.

Nell'ambito dell'area europea dichiarante, lo scorso anno i principali erogatori netti di nuovi fondi al mercato internazionale sono state le banche nei Paesi Bassi (\$ 3,1 miliardi) e in Svizzera (\$ 2,7 miliardi, escludendo i fondi fiduciari). Il deflusso di fondi dal settore bancario olandese deriva da una riduzione delle passività esterne, mentre nel caso della Svizzera si è trattato soprattutto di una espansione delle attività sull'estero.

Il Giappone è stato l'unico tra i paesi maggiori dell'area dichiarante in cui lo scorso anno la crescita delle attività verso l'estero delle banche (\$ 18,6 miliardi) è stata molto più rapida che nel 1982 ed ha quasi raggiunto i livelli precedenti lo scoppio della crisi debitoria internazionale, riflettendo così il ruolo crescente delle banche giapponesi sui mercati finanziari internazionali. In presenza di una domanda interna di credito relativamente debole e di ampi differenziali dei tassi d'interesse a favore del dollaro, le banche in Giappone hanno accresciuto le esportazioni nette di nuovi fondi al mercato internazionale da \$ 7,2 miliardi nel 1982 a \$ 11,1 miliardi nel 1983, con il risultato che, per la prima volta dal 1973, esse hanno presentato a fine anno una posizione creditoria netta sull'estero di \$ 2,5 miliardi.

Per quanto riguarda la *composizione strutturale delle nuove operazioni con l'estero delle banche*, il rallentamento dello scorso anno nella crescita degli aggregati bancari internazionali è dovuto in ampia misura al ritmo più pacato dell'attività interbancaria. Le posizioni creditorie interbancarie hanno segnato un aumento di \$ 74,8 miliardi nel 1983 che, escludendo l'eccezionale incremento di \$ 6,9 miliardi dei crediti verso le istituzioni monetarie ufficiali, corrisponde a poco più della metà di quello registrato nel 1982 e a solo un terzo del totale del 1981. Inoltre, il rallentamento delle operazioni interbancarie è stato per certi aspetti ancor più pronunciato di quanto risulti da queste cifre. Della crescita complessiva di \$ 74,8 miliardi nel 1983, \$ 10,8 miliardi rappresentano attività verso banche esterne all'area dichiarante, mentre la parte preponderante (\$ 47,2 miliardi) va ascritta alle posizioni reciproche tra le banche negli Stati Uniti e le banche dichiaranti di altri paesi. Il

Scomposizione dell'attività bancaria internazionale fra settore bancario e non bancario;
1980-1983

	Attività				Passività			
	Flussi a tassi di cambio costanti di fine trimestre				Flussi a tassi di cambio costanti di fine trimestre			
	1980	1981	1982	1983	1980	1981	1982	1983
	miliardi di dollari USA							
Totale	241,1	264,8	175,6	108,4	242,2	237,7	125,8	116,5
Posizioni interbancarie ¹	172,1	183,8	119,9	74,8	198,7	165,8	84,2	78,8
di cui:								
A. all'interno dell'area dichiarante ²	135,6	160,7	107,8	64,0	161,4	155,2	97,6	82,4
tra banche negli Stati Uniti e altre banche dichiaranti	26,9	83,6	101,4	47,2	44,6	67,6	102,3	49,1
tra altre banche dichiaranti	108,7	77,1	6,4	16,8	116,8	87,6	- 4,7	33,3
B. verso istituzioni monetarie ufficiali ³ contabilizzate negli Stati Uniti	2,5	- 0,4	0,2	6,9	19,0	-13,9	-25,6	- 0,4
altre	2,5	- 0,4	0,2	6,9	19,1	-12,8	-25,9	- 4,1
Posizioni verso il settore non bancario	69,0	81,0	55,7	33,6	43,5	71,9	41,6	37,7
contabilizzate negli Stati Uniti	11,8	22,4	26,7	14,7	0,6	5,6	18,1	10,3
al di fuori degli Stati Uniti	57,2	58,6	29,0	18,9	42,9	66,3	23,5	27,4
di cui: in dollari USA	31,7	29,1	7,1	7,0	31,7	55,8	15,2	21,6
in altre valute estere	16,3	18,0	7,6	2,5	7,5	6,6	3,7	1,9
in moneta nazionale	9,2	11,5	14,3	9,4	3,7	3,9	4,6	3,9
Per memoria:								
posizioni in valuta estera verso residenti ⁴	82,7	70,7	53,4	17,4	58,9	53,7	51,3	14,5
di cui:								
interbancarie ⁵	62,0	51,3	40,7	6,9	53,4	48,4	44,2	12,5
verso il settore non bancario	20,7	19,4	12,7	10,5	5,5	5,3	7,1	2,0
di cui: in dollari USA	9,2	15,8	7,6	4,4	4,0	0,8	4,1	1,7

¹ Compresa le posizioni verso istituzioni monetarie ufficiali, eccetto, dal lato delle attività, quelle delle banche negli Stati Uniti e delle loro filiali *offshore*, che per mancanza di sufficienti dettagli sono incluse tra le posizioni verso il settore non bancario. ² Compresa le posizioni verso le banche nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ³ Cfr. nota 1. ⁴ Soltanto delle banche in Europa, Canada e Giappone. ⁵ Compresa le posizioni, non disponibili separatamente, verso il settore non bancario giapponese.

forte aumento di queste posizioni si ricollega all'ingente raccolta di fondi all'estero per impieghi sull'interno da parte delle banche negli Stati Uniti. Tutte le altre attività interbancarie esterne fra i paesi dell'area dichiarante sono aumentate di soli \$ 16,8 miliardi, di cui la gran parte è rappresentata dalle posizioni creditorie reciproche fra banche dichiaranti europee e banche giapponesi. Per contro, per la prima volta le attività interbancarie esterne nell'euromercato in senso stretto, cioè tra gli stessi paesi europei dichiaranti, non hanno segnato alcun incremento, mentre nel 1981 esse erano aumentate di oltre \$ 28 miliardi. Per giunta, il totale delle attività interbancarie in valuta estera sull'interno nei singoli paesi europei dichiaranti - che nel 1981 erano aumentate di \$ 26 miliardi - lo scorso anno hanno registrato una flessione di \$ 13,6 miliardi, imputabile per intero alle banche di Londra. La contrazione del credito agli utilizzatori finali, i vincoli di bilancio delle banche e il loro maggiore ricorso ai

contratti standardizzati a termine (*futures*), figuranti fra le poste fuori bilancio, per la copertura dei rischi connessi ai tassi d'interesse (cfr. Capitolo III, pagine 56-58), la loro accresciuta selettività, la tendenza di alcune banche minori a ritirarsi dal mercato internazionale e la concorrenza delle IBF, sono tutti fattori che possono aver contribuito all'inconsueta stasi del settore interbancario dell'euromercato in senso ristretto.

Lo scorso anno anche il nuovo credito diretto erogato a soggetti non bancari ha continuato a segnare un rallentamento alquanto forte, per l'effetto combinato della debolezza congiunturale della domanda di credito nella stessa area dichiarante, della concorrenza dei mercati obbligazionari e della riluttanza delle banche ad accrescere la loro esposizione verso i residenti di alcuni paesi esterni all'area. La crescita delle attività esterne di questo tipo è scesa da \$ 81 miliardi nel 1981 a \$ 55,7 miliardi nel 1982 e a \$ 33,6 miliardi lo scorso anno. In termini di tassi di crescita il rallentamento risulta particolarmente pronunciato: da oltre il 21% del 1980 e del 1981 si è passati ad uno scarso 7% lo scorso anno.

Inoltre, negli ultimi anni vi è stato un drastico cambiamento non solo nel volume ma anche nella distribuzione geografica e nella natura del credito erogato a soggetti non bancari. Nel 1980 soltanto \$ 11,8 miliardi, cioè il 17% dei nuovi crediti al settore non bancario, erano stati contabilizzati negli Stati Uniti, mentre nel 1983 la quota statunitense è salita a \$ 14,7 miliardi, ossia al 44%. Corrispondentemente, la quota delle banche al di fuori degli Stati Uniti è scesa durante questi quattro anni dall'83 al 56%, passando da \$ 57,2 a 18,9 miliardi. Per giunta, quest'ultimo importo è rappresentato per metà da crediti convenzionali all'estero in moneta nazionale, che dal 1980 non hanno segnato alcuna flessione. Ciò significa che i nuovi crediti in eurovalute a soggetti non bancari sono ammontati a soli \$ 9,5 miliardi nel 1983, ovvero ad appena il 20% del volume del 1980-81, e sono stati anche nettamente inferiori al credito diretto erogato a soggetti non bancari al di fuori degli Stati Uniti. Il differente grado di sostenutezza dei vari settori del mercato emerge ancor più chiaramente in termini di tassi di crescita. Lo scorso anno i crediti in eurovalute si sono accresciuti solo del 3%, mentre quelli erogati dagli Stati Uniti (prevalentemente per il tramite delle IBF) e i tradizionali impieghi sull'estero in moneta nazionale da parte degli altri paesi dichiaranti sono saliti del 14 e del 12,5% rispettivamente. Tuttavia, l'espansione del credito eurovalutario appare un po' più sostenuta se si tiene conto dei crediti in valuta estera erogati al settore non bancario interno, i quali nel 1983 si sono ulteriormente accresciuti, sebbene assai meno che alcuni anni orsono, di \$ 10,5 miliardi, cioè del 10%.

Dal lato dell'offerta di fondi, la situazione si presenta alquanto diversa. I nuovi depositi diretti di soggetti non bancari, per un totale di \$ 37,7 miliardi, sono stati solo leggermente inferiori a quelli del 1982, pur ammontando ad oltre il 50% del livello del 1981. Inoltre, nonostante l'introduzione di nuovi attraenti tipi di deposito negli Stati Uniti, le banche di questo paese hanno subito un calo dei depositi di non residenti superiore alla contrazione complessiva, in quanto i nuovi fondi non bancari esteri ad esse affluiti sono scesi da \$ 18,1 a 10,3 miliardi. Per contro, sono accelerati da \$ 18,9 miliardi nel 1982 a \$ 23,5 miliardi nel 1983 i depositi di soggetti non bancari esteri presso banche nell'euromercato. La maggior parte di questi depositi è stata denominata in dollari, in quanto i differenziali di interesse a favore di questa moneta sono parsi di ampiezza tale da compensare i rischi attesi di cambio.

Un'altra caratteristica di rilievo dello scorso anno ha riguardato i depositi sull'euromercato delle istituzioni monetarie ufficiali. Dopo gli ingenti prelievi nei due precedenti anni, la flessione si è arrestata verso la metà del 1983 e nel secondo semestre dell'anno è seguita una certa ricostituzione di depositi. Di conseguenza, per l'intero 1983 i prelievi sui depositi ufficiali sono ammontati a soli \$ 4,1 miliardi, rispetto a quasi \$ 26 miliardi nel 1982 (per una descrizione più dettagliata dell'andamento dei depositi ufficiali sull'euromercato cfr. Capitolo VII, pagine 161-162).

Sommando i nuovi eurodepositi di soggetti non bancari a quelli delle istituzioni monetarie ufficiali, nel 1983, l'offerta di nuovi fondi ai mercati internazionali al di fuori degli Stati Uniti proveniente da queste due fonti è ammontata a \$ 19,5 miliardi, mentre nel 1982 si erano avuti prelievi netti per \$ 7 miliardi. Questa inversione di flusso di \$ 26,5 miliardi nell'offerta di nuovi fondi — unitamente alla contrazione della domanda di credito di soggetti non bancari — contribuisce a spiegare il fatto che l'euromercato in senso stretto non abbia accusato carenza di liquidità lo scorso anno e come, in base al principio dei vasi comunicanti, nella seconda metà dell'anno vi sia stato un ampio movimento di fondi dall'euromercato verso gli Stati Uniti.

Per quanto concerne la *struttura per monete dell'attività bancaria internazionale*, la caratteristica saliente degli ultimi anni è stata senza dubbio la forte flessione delle operazioni in dollari, al di fuori degli Stati Uniti. Nel 1980

Struttura per monete dell'attività bancaria internazionale; 1981-83

	Attività				Passività			
	Flussi a tassi di cambio costanti di fine trimestre			Consi- stenze a fine 1983	Flussi a tassi di cambio costanti di fine trimestre			Consi- stenze a fine 1983
	1981	1982	1983		1981	1982	1983	
miliardi di dollari USA								
Totale	264,8	175,6	108,4	1.753,9	237,7	125,8	116,5	1.702,1
in moneta nazionale	99,8	129,4	50,0	569,4	48,6	76,9	56,2	415,8
<i>di cui delle banche in:</i>								
Stati Uniti	74,4	104,1	33,0	388,7	38,4	66,8	50,2	291,6
Germania	4,8	1,3	0,7	43,4	0,2	0,4	- 0,4	36,4
Svizzera	2,6	3,1	2,4	31,2	2,4	- 1,6	- 1,3	9,0
Giappone	5,2	5,2	5,1	30,8	1,7	1,7	- 0,2	14,1
Regno Unito	5,0	6,0	3,1	26,4	4,8	7,7	5,9	34,2
Francia	4,0	4,2	2,1	21,1	- 0,2	- 0,4	1,9	5,9
Paesi Bassi	2,4	1,7	0,9	12,2	0,6	1,0	- 0,9	8,9
Altri paesi dichiaranti	1,4	3,8	2,7	15,6	0,7	1,3	1,0	15,7
in valuta estera	165,0	46,2	58,4	1.184,5	189,1	48,9	60,3	1.286,3
<i>di cui:</i>								
dollaro USA	118,0	19,6	33,1	902,1	148,2	35,5	30,8	1.005,6
marco tedesco	15,8	8,1	10,0	121,5	10,2	1,0	9,4	111,7
franco svizzero	11,2	3,5	2,7	57,8	15,8	- 3,0	4,7	61,8
yen	6,6	0,3	1,3	17,0	5,8	1,8	4,0	21,2
sterlina	3,7	0,2	0,6	12,0	0,3	- 0,9	- 0,5	14,1
franco francese	- 1,0	1,2	3,2	9,7	- 0,2	1,6	2,3	11,2
fiorino olandese	1,6	1,5	3,0	10,7	2,1	2,0	2,5	11,5
Altre valute e partite non classificate*	9,1	11,8	4,5	53,7	6,9	10,9	7,1	49,2

* Comprese le posizioni verso l'estero in valute diverse dal dollaro USA delle banche negli Stati Uniti e delle loro filiali nei cinque principali centri offshore.

L'espansione delle attività in eurodollari era ammontata a \$126 miliardi; nel 1982, in seguito all'introduzione delle IBF, essa era scesa ad appena \$20 miliardi; lo scorso anno vi è stata una nuova un'accelerazione a \$33 miliardi, che va tuttavia ascritta ad una crescita ancora maggiore delle attività delle filiali *offshore* di banche USA verso gli Stati Uniti stessi, e delle banche in Giappone. I nuovi crediti esterni in dollari sull'euromercato ristretto sono ulteriormente calati da \$18,7 miliardi nel 1982 a \$13,3 miliardi, risultanti da un incremento di importo superiore al totale nelle posizioni creditorie interbancarie verso gli Stati Uniti. Pertanto, lo scorso anno pare essersi arrestata l'espansione del tipo tradizionale di credito in eurodollari. I nuovi crediti in dollari erogati dagli Stati Uniti, saliti da \$39 miliardi nel 1980 a \$104 miliardi nel 1982, sono fortemente calati, scendendo a \$33 miliardi.

Gli eurocrediti in altre valute hanno retto meglio di quelli in dollari. Anche se l'espansione di \$25,3 miliardi dello scorso anno è rimasta ben al disotto dell'incremento di \$47 miliardi registrato nel 1981, il tasso di crescita è stato pur sempre del 10%, rispetto a quello del 4% dei crediti in eurodollari. Vi sono state peraltro notevoli differenze tra le singole monete. I nuovi crediti in eurofranchi svizzeri, già contrattisi da \$16 miliardi nel 1980 ad appena \$3,5 miliardi nel 1982, sono ulteriormente calati. Per contro, hanno registrato un certo aumento rispetto al 1982 i crediti in euromarchi che, ammontati a \$10 miliardi, si sono discostati meno dal loro precedente massimo rispetto agli eurocrediti in dollari e in alcune altre monete. Eccezionalmente elevati sono stati i tassi di crescita — di quasi il 50% e del 40% rispettivamente — registrati lo scorso anno dalle attività in eurofranchi francesi e in eurofiorini, sebbene in termini assoluti i rispettivi incrementi di \$3,2 e 3 miliardi non siano rimarchevoli. Una leggera ripresa è stata anche registrata dalle attività in euroyen e in eurosterline, la cui crescita si era quasi arrestata nel 1982, dopo la forte espansione degli anni precedenti. In aggiunta, vi è stato un cospicuo volume di crediti in yen e sterline erogati dalle banche operanti in Giappone e nel Regno Unito, mentre in conseguenza della politica delle banche tedesche di ridurre la quota delle operazioni internazionali nei loro bilanci, i crediti bancari internazionali in marchi da parte della Germania si sono accresciuti solo in misura marginale.

Fonti e impieghi dei fondi bancari internazionali

Il nuovo rallentamento nell'espansione del credito internazionale intermediato dalle banche dichiaranti, da \$95 miliardi nel 1982 a \$85 miliardi lo scorso anno, è essenzialmente imputabile all'ulteriore flessione dei crediti erogati ai residenti dei paesi esterni all'area dichiarante. Per contro, l'assorbimento di fondi bancari internazionali all'interno dell'area dichiarante è cresciuto da \$45,5 a 47 miliardi. I nuovi crediti diretti identificati a soggetti non bancari nell'area dichiarante, già diminuiti da oltre \$50 miliardi nel 1981 a \$31 miliardi nell'anno seguente, sono ulteriormente scesi a \$17 miliardi nel 1983. Tuttavia, questa nuova flessione è stata più che compensata dal forte aumento nell'impiego di fondi bancari internazionali da parte delle stesse banche dichiaranti per la concessione di crediti all'interno. Questo andamento è integralmente imputabile alle banche negli Stati Uniti che (come già descritto alla pagina 124) nella seconda metà dell'anno sono diventate forti prenditrici nette di fondi bancari internazionali, nella misura di quasi \$30 miliardi. I maggiori mutuatari non bancari all'interno dell'area dichiarante sono stati i residenti nel Regno Unito (\$3,4 miliardi), in Belgio-Lussemburgo (\$2,9 miliardi),

Francia (\$2,8 miliardi) e in Italia (\$2,4 miliardi). Le società statunitensi hanno raccolto solo \$1,3 miliardi dalle banche all'estero, in quanto la maggior parte del loro indebitamento internazionale è avvenuto sui mercati euobbligazionari. Lo stesso vale per le società con sede in Giappone che non hanno pressoché attinto nuovi fondi dalle banche all'estero, anche se esse paiono aver mutuato ingenti fondi in valuta estera dalle banche in Giappone; non sono tuttavia disponibili dati relativi a questi movimenti.

Dal lato delle fonti del mercato, lo scorso anno, l'offerta di nuovi fondi dall'interno dell'area dichiarante ha raggiunto un totale di \$74 miliardi, rispetto a \$95 miliardi nel 1982. I depositi diretti di soggetti non bancari nell'ambito dell'area dichiarante, compresi i fondi incanalati sul mercato per il tramite dei conti fiduciari delle banche svizzere, sono ammontati a circa \$38 miliardi. Ulteriori \$5 miliardi sono provenuti dalle istituzioni monetarie ufficiali all'interno dell'area dichiarante, mentre i restanti \$31 miliardi rappresentano l'impiego di fondi interni da parte delle banche per la concessione di crediti all'estero. Nel primo trimestre del 1983 le banche negli Stati Uniti hanno continuato ad essere forti esportatrici nette di fondi, e lo scorso anno anche le banche in Giappone sono state importanti erogatrici di nuovi fondi al mercato internazionale. I soggetti non bancari negli Stati Uniti hanno contribuito da soli, con \$16,6 miliardi, a circa la metà dell'incremento complessivo dei depositi di soggetti non bancari nel 1983.

I nuovi crediti identificati concessi dalle banche dichiaranti ai residenti dei paesi esterni all'area dichiarante sono diminuiti da \$39,5 miliardi nel 1982 a \$28,5 miliardi, mentre nel 1981 essi ammontavano ancora a \$66 miliardi. Nello stesso tempo, i paesi esterni all'area, che nel 1982 avevano ridotto di \$11,5 miliardi i loro depositi presso le banche dichiaranti, li hanno accresciuti di \$1,5 miliardi lo scorso anno. Pertanto, i flussi netti identificati di fondi dall'interno dell'area ai paesi esterni ad essa, per il tramite delle banche dichiaranti, sono rallentati in misura ancora più pronunciata dei flussi lordi, e precisamente da \$51 miliardi nel 1982 a \$27 miliardi lo scorso anno.

Quasi il 75% del rallentamento di \$37,5 miliardi tra il 1981 ed il 1983 nel nuovo credito erogato dalle banche dichiaranti ai paesi esterni all'area riguarda i flussi verso i PVS non OPEC. Nel 1981 le attività identificate verso questi paesi erano aumentate di quasi \$40 miliardi; nel 1982 la loro crescita si era dimezzata, e nel 1983 vi è stata un'ulteriore decelerazione a \$12,4 miliardi, nonostante gli ampi schemi coordinati di finanziamento con il sostegno ufficiale tesi preservare i flussi di credito a questi paesi. Sulla base di attività meno passività, la contrazione dei flussi creditizi ai PVS non OPEC è stata ancor più marcata, in quanto nel 1983 questi paesi hanno ancora accresciuto notevolmente i loro depositi presso le banche dichiaranti; da \$30,5 miliardi nel 1981 i flussi creditizi su tale base netta sono scesi a \$15 miliardi nel 1982 e ad appena \$2 miliardi lo scorso anno. Tenendo conto dei pagamenti netti per interessi, ciò significa che lo scorso anno vi è stato un ampio riflusso di fondi dai PVS non OPEC all'area dichiarante attraverso il settore bancario.

Sulla più lenta crescita del credito all'area esterna hanno influito in maniera determinante gli andamenti relativi ai paesi dell'America Latina, che rappresentano il più importante gruppo di paesi debitori verso il settore bancario internazionale. Questi paesi avevano continuato ad attingere pesantemente al credito bancario

Distribuzione geografica dei flussi bancari internazionali; 1980-83¹

	Flussi a tassi di cambio costanti di fine trimestre						Consistenze a fine 1983
	1980	1981	1982		1983		
			I semestre	II semestre	I semestre	II semestre	
miliardi di dollari USA							
Posizioni creditorie delle banche verso:							
Area dichiarante	136,4	142,4	30,6	64,9	4,7	50,5	923,3
Centri bancari offshore ²	32,6	50,0	14,5	17,5	8,1	8,6	283,8
Altri paesi sviluppati	15,4	16,8	9,2	6,7	1,3	6,2	116,4
Europa orientale	6,8	4,8	- 3,1	- 1,5	- 1,3	0,1	48,9
Paesi OPEC ³	7,0	4,2	4,9	3,3	1,2	8,5	86,8
PVS non OPEC	39,0	39,9	15,4	4,4	6,8	5,6	256,2
di cui: America Latina ⁴	27,3	30,5	11,8	0,4	4,3	4,3	176,3
Partite non classificate ⁵	3,9	6,7	2,7	6,1	2,7	5,4	38,5
Totale	241,1	264,8	74,2	101,4	23,5	84,9	1.753,9
di cui: all'interno dell'area, al lordo	166,2	191,7	44,9	81,1	13,1	57,1	1.184,9
all'interno dell'area, al netto delle duplicazioni contabili ⁶	85,1	91,9	20,7	24,7	14,6	32,2	516,0
all'esterno dell'area	68,2	65,7	26,6	12,8	8,0	20,4	508,3
partite non classificate ⁷	6,7	7,4	2,7	7,5	2,4	7,4	60,7
Totale del credito bancario internazionale netto	160,0	165,0	50,0	45,0	25,0	60,0	1.085,0
Passività delle banche verso:							
Area dichiarante	157,3	154,9	47,5	49,7	18,2	56,2	1.072,5
Centri bancari offshore ²	28,4	55,1	13,1	18,6	13,6	19,5	282,5
Altri paesi sviluppati	5,7	3,8	- 0,3	0,2	- 1,3	2,8	48,9
Europa orientale	0,9	0,1	- 2,4	4,4	0,6	2,3	18,5
Paesi OPEC ³	41,9	3,2	- 6,6	-11,6	-15,3	1,7	120,2
PVS non OPEC	3,9	9,4	3,6	1,3	3,2	7,3	110,9
di cui: America Latina ⁴	- 1,0	4,8	- 0,4	- 1,4	2,0	4,1	43,1
Partite non classificate ⁵	4,1	11,2	5,4	2,9	- 2,2	9,9	48,6
Totale	242,2	237,7	60,3	65,5	16,8	99,7	1.702,1
di cui: all'interno dell'area, al lordo	183,7	205,0	60,0	65,5	31,6	74,3	1.321,9
all'interno dell'area, al netto delle duplicazioni contabili ⁶	101,5	132,3	49,7	45,0	39,8	34,6	704,8
all'esterno dell'area	52,4	16,5	- 5,8	- 5,8	-12,7	14,2	298,6
partite non classificate ⁷	6,1	16,2	6,1	5,8	- 2,1	11,2	81,6
Totale del credito bancario internazionale netto	160,0	165,0	50,0	45,0	25,0	60,0	1.085,0

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. I flussi relativi al 1981 e al primo e secondo semestre 1982 e 1983, nonché i dati di consistenza di fine 1983, comprendono le posizioni verso l'estero delle "International Banking Facilities".

¹ Distribuzione geografica delle variazioni nelle posizioni verso l'estero delle banche operanti nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Austria, Danimarca e Irlanda e delle filiali offshore di banche USA situate nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ² Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, Isole Cayman, Libano, Liberia, Panama, Singapore, Vanuatu (precedentemente Nuove Ebridi) e altre Indie occidentali britanniche. ³ Comprende, inoltre, Bahrain, Brunei, Oman, Trinidad e Tobago. ⁴ Comprende quei paesi dell'area dei Caraibi che non sono centri bancari offshore. ⁵ Comprende le istituzioni internazionali eccetto la BRI. ⁶ Esclude i depositi interbancari entro l'area dichiarante, ma include le posizioni verso Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ⁷ Include le posizioni verso i restanti centri offshore.

internazionale finché, con lo scoppio della crisi dei pagamenti del Messico, nella tarda estate del 1982, non fu repentinamente bloccato il loro accesso al credito. Nell'ultimo trimestre del 1982 essi dovettero addirittura ridurre il loro indebitamento verso le banche. Nel 1983 è ripreso, sebbene ad un ritmo molto lento, il flusso di crediti bancari a questi paesi; nell'insieme dell'anno i nuovi crediti, ammontati a \$ 8,6 miliardi, non hanno raggiunto il 30% del volume del 1981 e per giunta sono consistiti esclusivamente in erogazioni di fondi avvenute nel quadro

degli schemi coordinati di finanziamento negoziati in connessione con i programmi di sostegno del FMI.

Durante il 1982 i paesi dell'America Latina avevano fronteggiato le crescenti difficoltà nel reperimento di fondi ricorrendo, tra l'altro, a prelievi sui loro depositi presso le banche dichiaranti, che rappresentano una parte sostanziale delle loro riserve internazionali. Tuttavia, a partire dal secondo trimestre del 1983, in seguito al miglioramento nelle posizioni di bilancia dei pagamenti conseguito grazie alle severe politiche di aggiustamento e agli schemi concordati di finanziamento, alcuni paesi dell'America Latina sono stati in grado di incrementare nuovamente le loro riserve ed i loro depositi presso le banche dichiaranti. In effetti, nell'insieme degli ultimi tre trimestri del 1983 i nuovi depositi dei paesi dell'America Latina hanno complessivamente superato il loro nuovo indebitamento.

Nel 1983 il maggior mutuuario fra i paesi dell'America Latina è stato il Messico che ha ottenuto \$3,9 miliardi di nuovi fondi, ma ha in pari tempo accresciuto i propri depositi di \$4,1 miliardi (poiché l'eliminazione delle variazioni di valutazione è possibile solo per alcuni aggregati regionali, se non altrimenti specificato, tutti i dati di flusso relativi ai singoli paesi riportati nel seguito del paragrafo non sono depurati degli effetti di cambio; a causa dell'apprezzamento del dollaro, nel 1983 questi tendono a distorcere per difetto gli incrementi e per eccesso le flessioni nelle posizioni dei singoli paesi). Il Brasile ha ottenuto nuovi crediti per \$1,3 miliardi ed ha accresciuto di \$1 miliardo i propri depositi. I maggiori mutuatari netti sono stati nel 1983 la Colombia e l'Argentina, che hanno ottenuto nuovi fondi per \$1,5 e 1 miliardo rispettivamente.

La situazione è stata molto diversa per quanto concerne i PVS non OPEC dell'Asia (escluso il Medio Oriente). Questi paesi avevano ridotto il loro ricorso al credito bancario internazionale già molto prima del deterioramento del clima del mercato nel 1982 (da \$8,2 miliardi nel 1979 a \$4,7 miliardi nel 1981, al netto degli effetti di cambio). Anche se per questi paesi, ad eccezione di uno, l'accesso al nuovo credito bancario è rimasto relativamente agevole, il deteriorarsi del clima economico mondiale li ha verosimilmente indotti a un più cauto orientamento delle politiche, ed il loro nuovo indebitamento è ulteriormente sceso a \$3,9 miliardi nel 1982 e a \$3 miliardi nel 1983. Poiché essi hanno contemporaneamente accelerato la costituzione di depositi, da \$1,9 miliardi nel 1981 a \$5 e 4,6 miliardi nel 1982 e nel 1983, nell'arco di questo biennio essi sono in effetti diventati fornitori netti di nuovi fondi alle banche dichiaranti.

All'interno di questo gruppo i paesi che nel 1983 hanno maggiormente incrementato i propri depositi presso le banche dichiaranti sono stati Taiwan (\$2 miliardi), Cina (\$1,3 miliardi), India (\$1,2 miliardi) e Pakistan (\$0,7 miliardi), dei quali nessuno è stato un importante mutuuario. Taiwan ha di fatto ridotto di \$0,5 miliardi il proprio indebitamento lordo verso le banche nel 1983. I maggiori prenditori di nuovi fondi sono stati Malaysia e Thailandia, che hanno ottenuto \$1,5 e 0,9 miliardi rispettivamente, riducendo in pari tempo leggermente i loro depositi. La Corea del Sud, che negli anni precedenti era stata uno dei maggiori paesi mutuatari, nel 1983 ha raccolto solo \$0,4 miliardi di nuovi fondi presso le banche dichiaranti, prelevando contemporaneamente \$0,5 miliardi dai propri depositi. Le Filippine, incorse in una crisi debitoria nella seconda metà del 1983, hanno

costituito un caso a parte che, fortunatamente, non ha influito in modo significativo sull'affidabilità di credito degli altri paesi di quest'area. Le attività delle banche dichiaranti verso le Filippine si sono accresciute di \$0,6 miliardi nel primo semestre dell'anno, per poi ridursi di \$0,8 miliardi nella seconda parte dell'anno.

La situazione dei PVS non OPEC dell'Africa e del Medio Oriente è per certi aspetti più simile a quella dei paesi dell'America Latina, se si prescinde dal livello nettamente inferiore (almeno in termini assoluti) del loro debito in essere verso le banche. Le posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso questi due gruppi di paesi, aumentate nel 1982 di \$1 e 1,4 miliardi rispettivamente, nel 1983 sono scese di \$0,6 e 0,3 miliardi (al netto degli effetti di cambio). Nello stesso tempo i paesi del Medio Oriente hanno ridotto di \$1,1 miliardi i loro depositi presso le banche dichiaranti.

Le attività delle banche dichiaranti verso i paesi dell'Est europeo, che in seguito allo scoppio della crisi debitoria della Polonia erano state ridotte di \$4,6 miliardi nel 1982, hanno continuato a decrescere lo scorso anno, anche se ad un ritmo molto più lento (-\$1,2 miliardi) e con segni di un'inversione di tendenza verso la fine dell'anno. In pari tempo, i depositi di questi paesi presso le banche dichiaranti — che nel 1981 erano rimasti pressoché invariati — si sono accresciuti di \$2 miliardi nel 1982 e di \$2,9 miliardi nel 1983. Il passaggio dalla posizione di mutuatari netti degli anni precedenti a quella di fornitori netti di fondi per \$6,6 e 4,1 miliardi rispettivamente nel 1982 e nel 1983 ha prevalentemente rispecchiato un miglioramento di fondo nella posizione di bilancia dei pagamenti di questi paesi nei confronti dell'Occidente. Un altro fattore alla base della flessione nelle attività dichiarate verso i paesi dell'Est europeo potrebbe essere stato la cancellazione di debiti e il trasferimento di crediti garantiti connessi all'esportazione dalle banche alle rispettive istituzioni garanti. Ciò potrebbe in effetti spiegare gran parte della riduzione (stimabile in \$2,5 miliardi nel 1983, al lordo degli effetti di cambio) delle attività delle banche dichiaranti verso la Polonia. D'altra parte, si stima che, al netto degli effetti di cambio, l'Unione Sovietica abbia ottenuto nel 1983 \$1,5 miliardi di nuovi crediti dalle banche dichiaranti. I nuovi depositi di maggiore entità (sempre in base a valori stimati al netto degli effetti di cambio) sono provenuti lo scorso anno dalla Repubblica Democratica Tedesca (\$1,4 miliardi) e dall'Ungheria (\$0,6 miliardi). L'apprezzamento del dollaro, negli ultimi anni, ha favorito i paesi dell'Est europeo per il fatto che una larga parte delle loro passività è denominata in valute diverse dal dollaro. Pertanto, a tassi di cambio correnti, negli ultimi due anni la flessione nel valore in dollari delle loro passività verso le banche è ammontata a quasi \$12 miliardi contro \$5,8 miliardi a tassi di cambio costanti.

Nel 1983 i paesi sviluppati esterni all'area dichiarante alla BRI hanno ricevuto nuovi crediti per \$7,5 miliardi dalle banche dichiaranti, cioè meno della metà degli importi raccolti nel 1982 e nel 1981. Nella prima metà dello scorso anno per alcuni paesi di questo gruppo le condizioni di mercato si sono inasprite, ma nella seconda parte dell'anno, se si esclude la Jugoslavia, la cui situazione è stata simile a quella dei paesi mutuatari dell'America Latina, il clima di mercato pare essere nuovamente migliorato. Pertanto le principali ragioni della minore crescita dell'indebitamento sono state probabilmente le più caute politiche seguite da questi paesi e l'attrattiva esercitata da fonti di finanziamento alternative. Così come nel 1982, i mutuatari di gran lunga più importanti in questo gruppo di paesi sono stati

Australia e Sud Africa, che hanno ottenuto nuovi crediti per rispettivamente \$ 2,5 e 2,0 miliardi. La Spagna, al contrario, che nel 1982 aveva raccolto \$ 1,3 miliardi, ha rimborsato \$ 1,1 miliardi. Una riduzione ancor maggiore dell'indebitamento verso le banche (−\$ 1,3 miliardi) è stata conseguita dalla Norvegia. Ma sia quest'ultimo paese sia la Spagna hanno in pari tempo ridotto i loro depositi presso le banche dichiaranti rispettivamente di \$ 1,7 e 0,8 miliardi.

I paesi membri dell'OPEC costituiscono il solo gruppo esterno all'area dichiarante che nel 1983 abbia presentato un maggiore incremento dell'indebitamento verso il sistema bancario (\$ 9,7 miliardi) rispetto al 1982 (\$ 8,2 miliardi). Inoltre, nella prima metà dell'anno i paesi OPEC hanno ulteriormente ridotto i loro depositi presso le banche dichiaranti. Nel terzo trimestre, tuttavia, essi hanno parzialmente accresciuto i loro depositi e, nell'ultimo trimestre, a causa del forte aumento nel loro ricorso al credito, non si sono praticamente registrati ulteriori prelievi. Per l'intero 1983, la flessione dei depositi OPEC, pari a \$ 13,6 miliardi, è stata inferiore di circa \$ 4,5 miliardi a quella registrata nell'anno precedente. Contrariamente al 1982, la maggior parte dei prelievi pare sia stata effettuata dai paesi a bassa capacità di importazione del Medio Oriente (−\$ 11,5 miliardi al netto degli effetti di cambio, ma escludendo i movimenti nei depositi presso le banche negli Stati Uniti e in Svizzera), mentre i paesi con elevata capacità di importazione hanno ridotto i loro depositi di soli \$ 3,5 miliardi. Lo scorso anno si sono arrestati i prelievi sui depositi del Venezuela, e l'Indonesia ha persino accresciuto in certa misura i propri depositi presso le banche dichiaranti. Dal lato degli impieghi, i paesi a bassa capacità di importazione del Medio Oriente sono stati i maggiori prenditori di fondi, ma vi è stato anche un sostanziale aumento dell'indebitamento dei paesi ad elevata capacità di importazione di quest'area, nonché dell'Indonesia e della Nigeria.

I mercati obbligazionari internazionali

Il 1983 è stato un altro anno di eccezionale attività sui mercati obbligazionari internazionali; il volume complessivo delle nuove emissioni è infatti aumentato da \$ 71,7 miliardi nel 1982 a \$ 73,5 miliardi. Invero, vi è stato un leggero regresso nell'attività del settore in dollari — in particolare sul mercato euroobbligazionario, dove le emissioni in dollari sono scese da un massimo assoluto di \$ 38,5 miliardi nel 1982 a \$ 35,5 miliardi — ma esso è stato ampiamente compensato dall'espansione di altri settori del mercato, con incrementi particolarmente forti nei settori del franco svizzero, della sterlina e dell'ECU.

Il fatto che il settore in eurodollari non sia riuscito a ripetere la *performance* del 1982 è dovuto sia al minor ricorso all'indebitamento da parte delle società statunitensi, sia alle incertezze circa i tassi d'interesse e i cambi. Grazie alla sua flessibilità e capacità innovativa, il mercato si è dimostrato ancora una volta capace di adattarsi ad un contesto fortemente mutabile. Tuttavia, le incertezze circa i tassi d'interesse statunitensi e le oscillazioni del dollaro si sono rispecchiate nel corso del 1983 in un andamento assai irregolare dell'attività e in spostamenti nelle tecniche di emissione. Durante il primo semestre, il segmento di mercato a tasso fisso ha continuato a beneficiare della tendenza al ribasso dei tassi d'interesse statunitensi e del ristabilimento di una normale struttura dei rendimenti. A maggio i rendimenti

Emissioni obbligazionarie internazionali¹

Aree o paesi mutuatari	Anni	Emissioni euroobbligazionarie			Emissioni estere		
		Totale	di cui		Totale	di cui	
			dollari USA	marchi tedeschi		negli Stati Uniti	In Svizzera
milioni di dollari USA							
Europa occidentale	1981	7.650	5.230	880	5.390	640	3.070
	1982	16.550	12.690	1.930	5.250	780	2.350
	1983	22.770	16.630	2.410	6.700	1.360	2.490
	1984/I	8.920	6.800	720	1.600	200	730
Canada	1981	5.500	4.550	130	5.450	4.310	870
	1982	6.920	5.600	100	4.440	2.700	1.330
	1983	3.840	2.660	360	2.910	1.630	1.220
	1984/I	1.290	1.070	—	540	200	110
Stati Uniti	1981	6.050	5.890	30	700	—	700
	1982	13.020	12.340	530	1.790	—	1.470
	1983	6.070	5.680	220	1.240	—	1.180
	1984/I	3.770	3.160	210	340	—	280
Altri paesi sviluppati ²	1981	3.460	2.730	230	2.820	100	2.360
	1982	3.860	3.050	480	5.740	400	4.440
	1983	6.060	4.760	830	8.300	530	7.140
	1984/I	3.170	2.620	230	2.630	100	2.390
Resto del mondo	1981	2.330	2.080	90	1.120	440	90
	1982	2.820	2.510	210	520	—	200
	1983	1.680	1.510	160	630	—	100
	1984/I	530	540	—	90	—	50
Istituzioni internazionali	1981	2.490	1.700	40	6.030	2.070	1.200
	1982	3.280	2.490	—	7.460	2.150	1.530
	1983	6.070	4.500	60	7.270	1.220	1.370
	1984/I	1.300	600	—	1.380	—	430
Totale delle emissioni collocate	1981	27.480	22.180	1.400	21.510	7.560	8.290
	1982	46.450	38.680	3.250	25.200	6.030	11.320
	1983	46.490	35.740	4.040	27.050	4.740	13.500
	1984/I	18.980	14.790	1.160	6.580	500	3.990

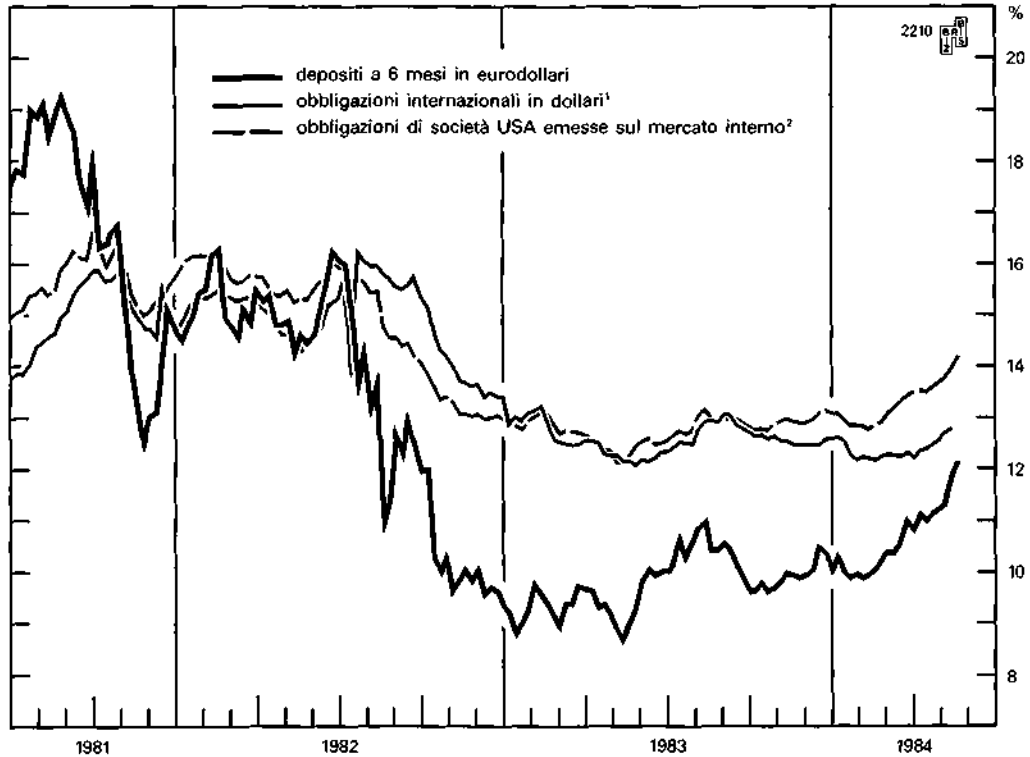
¹ Dati basati su fonti OCSE. ² Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa.

delle obbligazioni in eurodollari erano discesi al 12%, cioè al più basso livello degli ultimi tre anni, e l'inclinazione positiva della curva dei rendimenti, manifestatasi nella seconda metà del 1982, si è ampliata fino ad oltre due punti percentuali. Nonostante alcuni momenti di esitazione nei primi cinque mesi dell'anno, nel complesso l'attività si è mantenuta a livelli sostenuti, grazie all'impiego di tecniche come le emissioni bancarie con *swap* di tasso d'interesse e la formula con pagamento parzialmente differito che hanno trovato favorevole accoglimento per un certo periodo di tempo. In seguito, il clima di mercato si è deteriorato e le accresciute incertezze sull'evoluzione futura dei tassi d'interesse hanno provocato un rallentamento della nuova attività di emissione al di là della componente stagionale. Negli ultimi mesi dell'anno vi è stata tuttavia una forte ripresa delle operazioni nel settore delle obbligazioni in eurodollari. In larga parte ciò è derivato dall'accresciuto

ricorso al mercato da parte delle società statunitensi, a seguito di un ulteriore ampliamento del differenziale positivo fra i tassi d'interesse delle emissioni interne ed i corrispondenti tassi del mercato euroobbligazionario nonché della sostenutezza del settore delle *notes* a tasso fluttuante (FRN), che non solo ha assunto un ruolo centrale nell'attività obbligazionaria in eurodollari, ma è anche entrato in concorrenza con il mercato dei prestiti consorziali.

Tassi d'interesse sui depositi in eurovalute e rendimenti delle obbligazioni in dollari USA sui mercati interni ed internazionali

Dati di metà settimana, in percentuale



¹ Società industriali, rendimenti in relazione alla scadenza media. ² Tutto il settore industriale, rendimenti in relazione alla scadenza finale.

Emissioni obbligazionarie internazionali per tipo di strumenti¹

Voci	1981	1982	1983				1984	
			anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre		quarto trimestre
miliardi di dollari USA								
Emissioni totali	49,0	71,7	73,5	20,8	19,6	13,1	20,0	25,6
<i>di cui:</i>								
emissioni ordinarie a tasso fisso ²	37,2	57,7	51,8	16,3	14,2	9,2	12,1	12,6
<i>notes</i> a tasso fluttuante	7,4	11,4	16,0	3,1	3,9	2,8	6,2	8,6
obbligazioni convertibili	4,4	2,6	5,7	1,4	1,5	1,1	1,7	4,4

¹ Basate in parte su stime. ² Compresa le obbligazioni a cadola zero e i collocamenti privati.

Al successo della formula delle FRN negli ultimi mesi dello scorso anno è stata data ampia risonanza. Negli ultimi anni, di fronte alle crescenti incertezze circa i tassi d'interesse, le banche avevano intensificato l'impiego delle FRN come strumento per assicurarsi fondi a lungo termine in dollari ad un costo collegato ai tassi d'interesse a breve. Tuttavia, in seguito alla flessione dei tassi d'interesse statunitensi nella seconda metà del 1982 e agli inizi del 1983, e alla conseguente ripresa del settore a tasso fisso, le banche hanno avuto la tendenza a preferire la formula meno onerosa di titoli con *swap* fra tasso fisso e variabile per cui il settore delle FRN ha perso in parte terreno. Dopo l'estate dello scorso anno, il mancato realizzarsi delle attese degli investitori circa l'andamento dei tassi d'interesse del dollaro ha riportato in auge la formula del tasso fluttuante. Negli ultimi mesi dell'anno la concorrenza nell'offerta di fondi si è spinta al punto che, in termini sia di scadenza sia di maggiorazioni, le emissioni di FRN offrivano ai mutuatari di prim'ordine condizioni più vantaggiose di quelle dei crediti bancari consorziali. I mutuatari hanno colto prontamente i vantaggi di questa situazione non solo per soddisfare le esigenze correnti di finanziamento, ma anche per rimborsare anticipatamente prestiti bancari più costosi.

Dal punto di vista delle banche il mercato delle FRN presenta essenzialmente le seguenti attrattive. Anzitutto, dal lato passivo dei loro bilanci, esso ha facilitato la provvista di dollari a lungo termine. Inoltre, le obbligazioni, diversamente dall'indebitamento interbancario e dai certificati di deposito, presentano il vantaggio che in diversi paesi esse sono computate in certa misura come mezzi propri ai fini della vigilanza. Il totale delle emissioni obbligazionarie delle banche, di cui le FRN costituiscono l'elemento più importante, si è ulteriormente accresciuto portandosi a \$14 miliardi lo scorso anno, dopo essere salito da \$8 miliardi nel 1981 a \$13 miliardi nel 1982; per di più queste cifre non comprendono le emissioni sul mercato interno dei capitali da parte delle banche USA e delle filiazioni di banche estere negli Stati Uniti, che hanno registrato una crescita analoga. In secondo luogo, dal lato attivo dei bilanci delle banche, l'esuberanza del settore delle FRN ha ampliato le opportunità di investimenti liquidi da parte delle banche; con un mercato ristretto ad una clientela di prim'ordine, alla data di fissazione del tasso d'interesse queste obbligazioni tendono ad essere negoziate alla pari, offrendo quindi una protezione pressoché totale contro le perdite in conto capitale. Lo scorso anno gli investimenti di questo tipo effettuati dalle banche sono aumentati considerevolmente. Si stima che nel 1983 le banche abbiano assorbito obbligazioni internazionali, prevalentemente nella forma di FRN, per ben \$10 miliardi, raddoppiando l'importo del 1982. Per lo più queste operazioni non sono comprese nelle statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale e tendono a rendere sempre meno netta la linea di demarcazione tra i mercati del credito e dei capitali.

Analogamente al settore in eurodollari, anche il volume delle nuove emissioni estere negli Stati Uniti ha segnato una flessione, per il secondo anno consecutivo, da \$6 miliardi nel 1982 a \$4,7 miliardi lo scorso anno, a causa del ridotto ricorso a tale mercato da parte dei due maggiori mutuatari, il Canada e la Banca Mondiale. Nel caso del Canada, le più vantaggiose possibilità di finanziamento in moneta nazionale hanno reso meno attraente il mercato statunitense, mentre la Banca Mondiale ha intensificato la propria politica di diversificazione.

I settori del mercato obbligazionario in monete diverse dal dollaro non paiono aver risentito eccessivamente dell'attrattiva esercitata dai tassi d'interesse sul dollaro.

Poiché gran parte delle nuove emissioni è effettuata sui mercati nazionali, e quindi finanziata essenzialmente con fondi interni, il costo in termini di tassi d'interesse per i mutuatari tende ad essere l'elemento predominante. Inoltre, le nuove tecniche di emissione, in precedenza riservate prevalentemente ai mercati in dollari, si sono trasmesse anche ad altri settori. Infine, la politica delle istituzioni internazionali nel senso di una diversificazione del finanziamento in monete diverse dal dollaro ha fornito un sostegno a questi mercati.

La vivacità del mercato svizzero delle emissioni estere – dove il volume delle nuove emissioni, già aumentato del 37% nel 1982, lo scorso anno si è ulteriormente accresciuto del 19%, raggiungendo un totale di \$13,5 miliardi – ha rispecchiato molto chiaramente l'influsso di questi fattori. Favoriti dalla sostenutezza del mercato azionario di Tokyo, gli emittenti giapponesi – di gran lunga il più importante gruppo di mutuatari su tale mercato – hanno considerevolmente accresciuto il collocamento di titoli convertibili denominati in franchi svizzeri. La presumibile assenza di sostanziali rischi di cambio e il basso costo in termini di tasso d'interesse spiegano l'attrattiva del mercato svizzero per gli emittenti giapponesi. Per quanto concerne il mercato delle obbligazioni estere in Giappone, esso ha attratto i mutuatari per il basso livello delle cedole, mentre la forza dello yen ha attratto gli investitori esteri. Nel complesso, lo scorso anno le obbligazioni estere emesse sul mercato giapponese sono ammontate a \$3,8 miliardi, rispetto a \$3,3 miliardi nel 1982, pur rimanendo inferiori di circa mezzo miliardo al livello record raggiunto nel 1978. Le considerazioni di tassi di cambio hanno avuto un ruolo ancora maggiore in quei settori di denominazione in cui le euroobbligazioni sono importanti. In effetti, il volume delle emissioni sui mercati delle obbligazioni estere e delle euroobbligazioni in marchi, che hanno beneficiato di un certo miglioramento delle prospettive del marco e della leggera distensione nel mercato dei capitali in Germania, si è accresciuto del 24%, raggiungendo un totale complessivo di \$6,7 miliardi, di cui un terzo va ascritto alle istituzioni internazionali.

In termini relativi, lo scorso anno i settori più dinamici sono stati quelli dell'ECU e della sterlina che hanno registrato un'espansione di quasi il 170 e 60% rispettivamente, e paiono aver maggiormente beneficiato del processo di diversificazione. Mentre nel caso del settore in sterline ha influito la varietà delle tecniche di emissione impiegate, l'attrattiva delle emissioni denominate in ECU è derivata dal fatto di consistere in un paniere di monete.

Per quanto concerne la struttura per paesi dell'indebitamento sul mercato obbligazionario internazionale, lo scorso anno la quota dei paesi OCSE si è ridotta in misura marginale, dall'80 al 78%, nonostante la contrazione di oltre il 50% nelle emissioni di società statunitensi. Tuttavia, comprendendo le istituzioni internazionali europee, questa quota si è in effetti ampliata dall'85 all'87%. I significativi disavanzi di bilancio e di bilancia dei pagamenti hanno indotto alcuni paesi a sfruttare la ricettività del mercato per i mutuatari di prim'ordine. Inoltre, approfittando del successo delle FRN nell'ultima parte del 1983, alcuni paesi, come Svezia, Danimarca e Australia, sono passati dal finanziamento sul mercato dei crediti consorziali a quello sul mercato delle obbligazioni internazionali.

Nel caso dei mutuatari giapponesi, che tradizionalmente si astengono dal mercato dei crediti consorziali, il forte aumento delle emissioni di obbligazioni

all'estero, da \$6,2 a 11,1 miliardi, va ricollegato soprattutto al favorevole clima di mercato per le emissioni convertibili in Svizzera e per le obbligazioni con opzione di valuta. Con un totale di \$7,2 miliardi di nuove emissioni, la Francia ha condiviso con le società statunitensi il secondo posto nella graduatoria dei maggiori mutuatari. La cifra suddetta è tuttavia leggermente inferiore a quella del 1982 e va considerata in connessione al forte calo nel ricorso della Francia al mercato dei prestiti consorziali. Così come i mutuatari sovranazionali e i mutuatari sovrani le banche francesi sono state fra i principali emittenti di FRN. I fondi raccolti da soggetti canadesi sono scesi da \$11,4 miliardi nel 1982 a \$6,8 miliardi lo scorso anno, a causa del minore fabbisogno di finanziamento e alle più favorevoli condizioni sui mercati obbligazionari interni.

Se si prescinde da alcuni paesi dell'Asia che, al pari di quelli sviluppati, sono stati in grado di trarre vantaggio dalla ricettività del mercato per i mutuatari di buona affidabilità, l'accesso al mercato obbligazionario internazionale è rimasto precluso alla maggior parte dei PVS. Né vi è stato un loro maggior ricorso indiretto al mercato attraverso le istituzioni per lo sviluppo, dato che nel 1983 queste hanno ridotto il loro nuovo indebitamento da \$7,3 a 6,6 miliardi. Questa modesta flessione ha tuttavia rispecchiato principalmente il maggiore utilizzo da parte della Banca Mondiale degli schemi di co-finanziamento con le banche commerciali.

L'attività sui mercati obbligazionari internazionali si è ulteriormente accelerata nel primo trimestre del 1984, in cui il volume delle emissioni ha raggiunto l'eccezionale livello di \$25,6 miliardi. L'espansione è stata particolarmente pronunciata nel settore delle obbligazioni convertibili, dove il volume delle nuove emissioni si è triplicato rispetto alla media trimestrale del 1983, e in quello delle FRN, dove esso si è raddoppiato. L'espansione del settore delle obbligazioni convertibili è dovuta in ampia misura al forte aumento delle emissioni di società giapponesi, che hanno beneficiato della sostenutezza del mercato azionario giapponese, nonché alla raccolta di fondi da parte di società statunitensi in connessione con operazioni di fusione. Il settore delle FRN ha continuato a sottrarre una parte di attività ai mercati degli eurocrediti, in quanto la forte domanda di questo tipo di titoli da parte degli investitori ha creato una situazione di mercato favorevole ai mutuatari che non poteva trovare riscontro sul mercato dei crediti consorziali. Anche il volume delle emissioni ordinarie a tasso d'interesse fisso è aumentato — sebbene in misura modesta — rispetto al trimestre precedente; le incertezze circa i tassi d'interesse e il tasso di cambio del dollaro hanno peraltro favorito le emissioni denominate in altre valute.

VII. LA SCENA MONETARIA INTERNAZIONALE

Aspetti salienti

La caratteristica che ha dominato la scena monetaria internazionale nel 1983 – se si prescinde dai problemi della situazione debitoria internazionale descritti nel Capitolo VI – è stata la perdurante sostenutezza del dollaro USA sui mercati dei cambi. Il persistere di differenziali positivi nei tassi d'interesse, il dinamismo dell'economia statunitense, le inquietudini sui mercati finanziari internazionali e le perturbazioni nella scena politica mondiale sono i fattori che hanno contribuito congiuntamente ad un ulteriore innalzamento del 14% del tasso di cambio effettivo del dollaro fra il gennaio 1983 e il gennaio 1984, malgrado un marcato peggioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti USA e nonostante il fatto che il dollaro si fosse già apprezzato quasi del 30% nel corso dei due anni e mezzo precedenti. Nei primi mesi del 1984 è sembrato che il mercato avesse dei ripensamenti circa le prospettive di più lungo periodo del dollaro, ma agli inizi di maggio il dollaro, per effetto dei crescenti tassi d'interesse USA, è ritornato quasi al suo precedente massimo. Il vigore del dollaro, unitamente ad alcune indicazioni di maggiore convergenza nella situazione economica dei paesi membri, ha altresì contribuito alla relativa stabilità dei tassi di cambio all'interno del Sistema monetario europeo dopo l'ultimo riallineamento alla fine del marzo 1983.

Gli elevati tassi d'interesse del dollaro insieme alla sostenutezza di questa moneta hanno depresso la domanda privata di oro nel 1983 e, con essa, la quotazione di mercato del metallo. La produzione di oro dei paesi occidentali ha continuato ad espandersi, ma si è registrata una marcata contrazione nelle vendite da parte dei paesi socialisti, parzialmente collegata alla debolezza del prezzo dell'oro.

L'evoluzione della liquidità internazionale nello scorso anno presenta un quadro composito. Per quel che riguarda gli aspetti positivi, le riserve totali non auree dei paesi importatori di petrolio, dopo la diminuzione del 1981-82, hanno ricominciato a crescere, e il rapporto tra riserve e importazioni ha segnato in genere un certo miglioramento; inoltre, l'aumento delle quote del FMI e l'allargamento degli Accordi Generali di Prestito hanno accresciuto sostanzialmente gli schemi ufficiali di finanziamento internazionale. D'altro canto, i paesi fortemente indebitati dell'America Latina si sono trovati esclusi dall'accesso al nuovo indebitamento presso il sistema bancario internazionale, salvo che in collegamento con crediti condizionali del FMI, e il valore di mercato delle riserve auree totali si è ridotto in conseguenza della flessione del prezzo dell'oro. L'attuale situazione della liquidità internazionale è pertanto contraddistinta dal fatto che molti paesi dispongono di riserve adeguate oppure possono indebitarsi abbastanza agevolmente, mentre altri hanno riserve inadeguate e, allo stesso tempo, un accesso limitato al credito estero.

Gli andamenti dei tassi di cambio

Le monete fluttuanti. Per gran parte del periodo sotto rassegna, gli sviluppi sui mercati dei cambi sono stati caratterizzati dalla persistente sostenutezza del dollaro USA. Nonostante un indebolimento temporaneo piuttosto marcato all'inizio

del 1984, verso metà maggio il dollaro superava del 12% il livello medio, ponderato in base all'interscambio, della fine del 1982, mentre nei confronti delle valute europee, in questo stesso periodo, il dollaro si era apprezzato in misura variabile dal 12 al 27%. D'altro canto, lo yen giapponese si è apprezzato del 2% nei confronti della moneta statunitense fra la fine del 1982 e metà maggio 1984, mentre il dollaro canadese si è deprezzato solo del 5%.

L'ulteriore rafforzamento del dollaro nei confronti di quasi tutte le altre principali monete si è verificato malgrado un sensibile ampliamento del disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti USA, che su base annua ha superato i \$60 miliardi nell'ultimo trimestre del 1983. In senso lato l'andamento del dollaro sui mercati dei cambi è stato pertanto dominato dagli afflussi di capitale verso gli Stati Uniti. La dimensione di questi movimenti di capitale riflette tre fattori principali, la cui importanza relativa è variata nel corso del periodo in esame: in primo luogo, la forte ripresa dell'attività economica negli Stati Uniti che, combinata con l'ampio disavanzo di bilancio del governo federale, ha determinato un nuovo aumento nei tassi d'interesse USA; in secondo luogo, una notevole diminuzione e, in seguito, un'inversione dei deflussi netti del settore bancario dagli Stati Uniti, principalmente a causa dei problemi di debito esterno di molti paesi in via di sviluppo e della graduale ripresa della domanda di credito negli Stati Uniti medesimi; e, infine, l'attrattiva che ha continuato ad esercitare il mercato USA, come sicuro porto d'approdo per i capitali esteri.

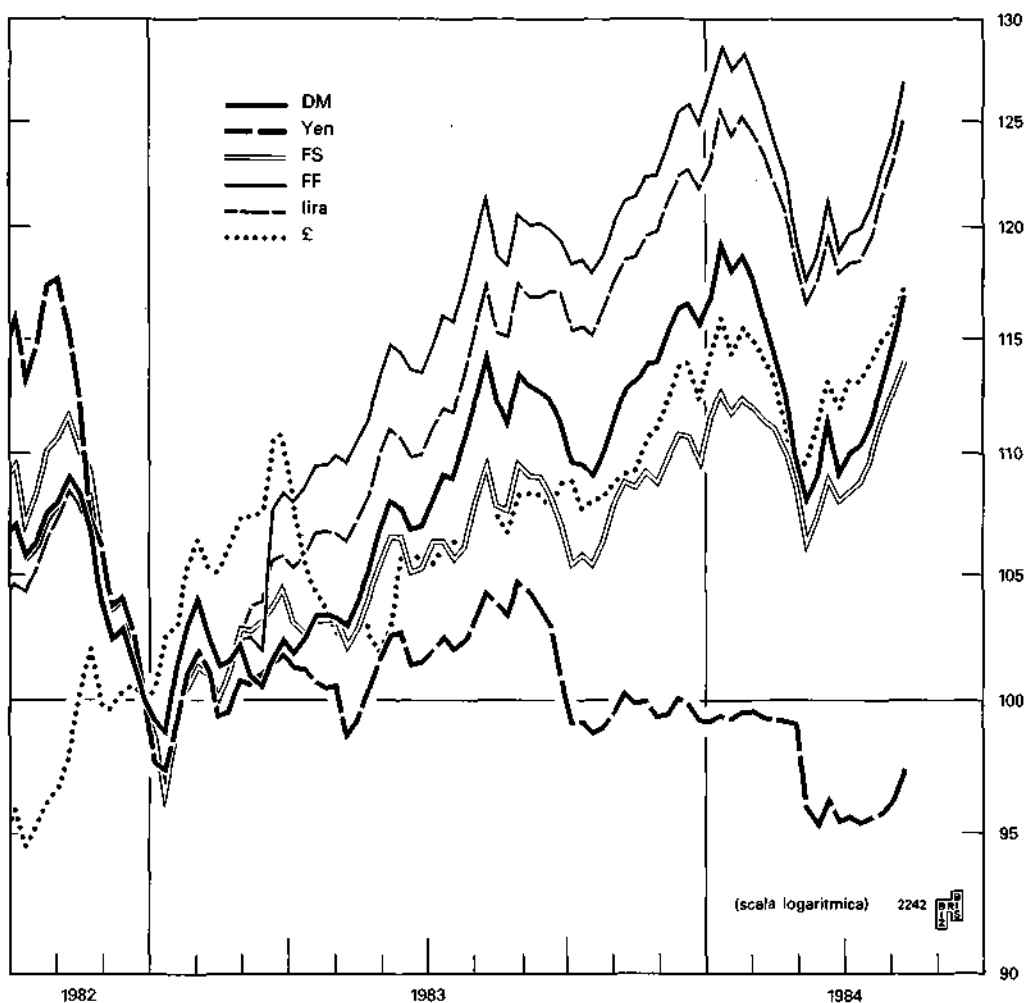
L'evoluzione dello yen giapponese ha riflesso la solida situazione di base dell'economia giapponese, di cui alcuni aspetti sono stati il manifestarsi di un ampio avanzo corrente nei conti con l'estero, un basso tasso d'inflazione e le migliorate prospettive per la crescita economica interna. Il dollaro canadese ha beneficiato di un saldo della bilancia commerciale relativamente favorevole.

Il 1983 era iniziato con un dollaro in fase di calo: fra l'inizio di novembre del 1982 e l'inizio di gennaio del 1983 il tasso di cambio effettivo è diminuito del 9%, in gran parte come conseguenza dei tassi d'interesse USA calanti e della prospettiva di un persistente peggioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. A ciò ha fatto seguito un rafforzamento del dollaro di breve durata nell'ultima parte di gennaio, allorché si è arrestata la diminuzione dei tassi d'interesse USA in presenza di una rapida crescita degli aggregati monetari statunitensi. In seguito, e fino a metà maggio, non si sono registrate variazioni di rilievo nei tassi di cambio del dollaro. Sebbene il dollaro si mantenesse piuttosto solido, grazie al livello dei tassi d'interesse interni e al perdurare dei timori circa i problemi finanziari esterni di molti paesi in via di sviluppo, l'incertezza sulla forza della ripresa economica americana e, pertanto, sulle prospettive dei tassi d'interesse sul dollaro, nonché la previsione di un ulteriore ampliamento del deficit delle partite correnti USA nel corso del 1983 hanno generato aspettative di una tendenza al ribasso del dollaro nel più lungo periodo. Per di più il mercato stava scontando la possibilità che all'incontro al vertice di Williamsburg di maggio, si pervenisse ad un accordo per l'intervento coordinato delle banche centrali sul mercato del cambio del dollaro.

Il dollaro ha ripreso il suo andamento crescente a metà maggio, allorché i tassi d'interesse USA hanno ricominciato ad aumentare di riflesso alle aspettative di una stretta monetaria negli Stati Uniti in reazione alla rapida crescita degli aggregati

Andamenti dei tassi di cambio bilaterali del dollaro USA rispetto ad alcune altre monete;
1982-84

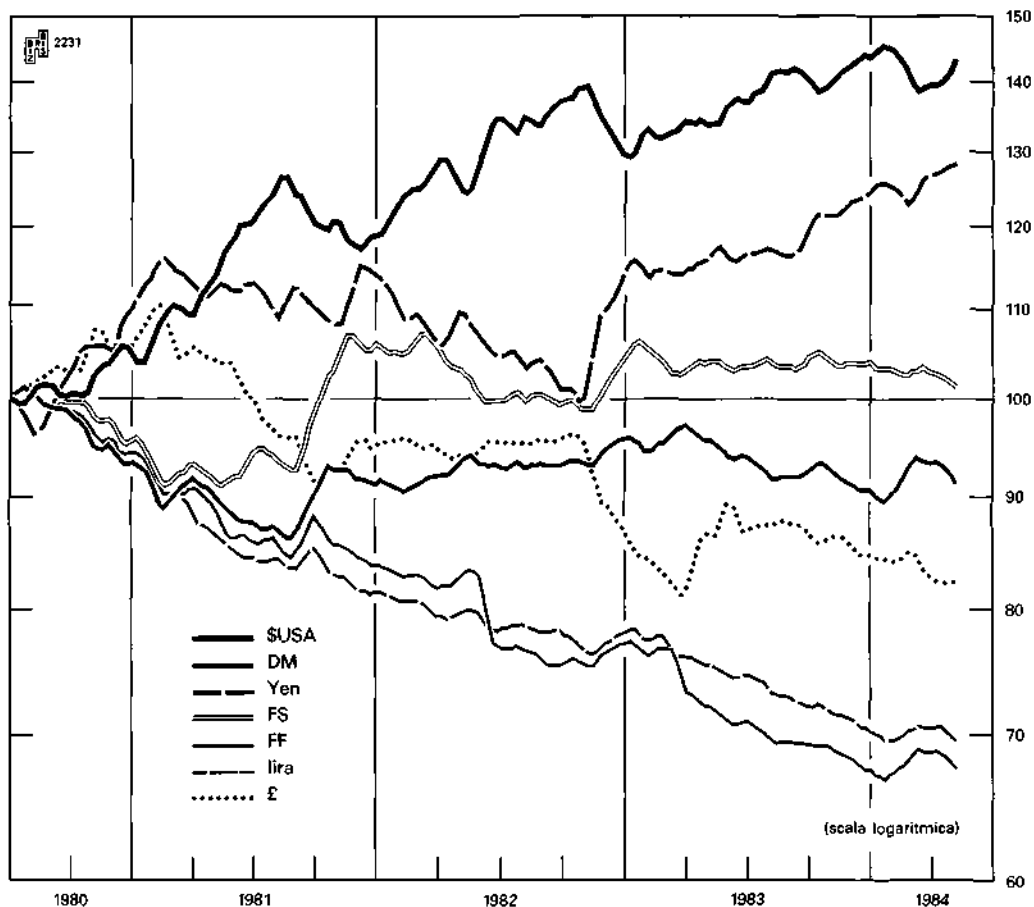
Medie settimanali, indici: fine 1982=100



monetari. Oltre a ciò i mercati hanno interpretato le chiare indicazioni della solidità della ripresa economica statunitense che si rendevano allora disponibili come un elemento che avrebbe potuto favorire il dollaro in due diversi modi: in primo luogo, la ripresa, venendosi ad aggiungere all'ampio disavanzo del bilancio federale USA, avrebbe determinato un'ulteriore spinta al rialzo sui tassi d'interesse; in secondo luogo, le migliorate prospettive per i profitti societari negli Stati Uniti avrebbero aumentato l'attrattiva dell'economia USA per gli investitori esteri. D'altro canto, il mercato non sembrava preoccuparsi delle probabili conseguenze della ripresa sulle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Tra metà maggio e metà agosto i tassi d'interesse sull'eurodollaro a tre mesi sono aumentati di circa 2 punti percentuali e il tasso di cambio effettivo del dollaro è cresciuto dell'8%, portandosi al livello più alto dall'inizio della fluttuazione nel marzo del 1973. Nello stesso periodo il dollaro ha guadagnato l'8% nei confronti del franco svizzero, il 7% rispetto allo yen giapponese e il 6% rispetto alla sterlina. Nei confronti del marco tedesco il dollaro

si è apprezzato di ben il 12%. L'aumento dei tassi d'interesse sull'eurodollaro fra maggio e agosto si è ampiamente riflesso in un allargamento del differenziale fra i tassi sull'eurodollaro e sull'euromarco, passato dal 3,5% a più del 5%; mentre il clima del mercato nei confronti del marco tedesco è stato anche influenzato da una crescita monetaria interna al disopra degli obiettivi e dagli sviluppi politici in Germania.

Andamenti dei tassi di cambio effettivi delle monete di alcuni paesi industriali; 1980-84
Medie trisettimanali, indici: fine giugno 1980 = 100



Verso la fine di luglio il movimento ascendente del dollaro si è accelerato e si sono create condizioni perturbate sul mercato dei cambi, con forti oscillazioni giornaliere nei tassi. In tale contesto le autorità monetarie statunitensi, tedesche, svizzere e giapponesi hanno intrapreso azioni coordinate sul mercato dei cambi. Gli interventi da parte americana, effettuati fra il 29 luglio e il 5 agosto, hanno comportato vendite di dollari contro marchi tedeschi e yen giapponesi per soli \$254 milioni, mentre le autorità tedesche e giapponesi sono intervenute su scala assai più vasta. Il dollaro ha tuttavia continuato ad apprezzarsi per alcuni giorni dopo tali interventi, prima di mostrare una certa flessione verso la metà di agosto.

Il dollaro ha cominciato ad indebolirsi a settembre, quando il crescente disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti è parso temporaneamente influenzare le aspettative del mercato circa l'evoluzione della moneta americana. Inoltre, si erano ridotti i differenziali dei tassi d'interesse fra il dollaro e le altre monete, in quanto la più lenta crescita degli aggregati monetari statunitensi aveva indotto una certa flessione dei tassi d'interesse USA, mentre i tassi in Germania avevano segnato un movimento contrario. In questo contesto il dollaro ha perso il 3,5% su base effettiva tra la fine di agosto e il 10 ottobre.

Verso la fine di ottobre, tuttavia, il dollaro ha ripreso forza ed ha continuato ad apprezzarsi fino a metà gennaio 1984. In questo periodo è salito del 10% nei confronti del marco tedesco e del 7% nei confronti del franco svizzero e della sterlina. Il cambio yen-dollaro non è invece praticamente mutato. Il tasso di cambio effettivo del dollaro ha ripetutamente segnato nuovi livelli record e al suo apice di metà gennaio 1984 esso superava del 6% il valore di metà ottobre del 1983 e del 54% il minimo toccato nell'ottobre del 1978. Diversi fattori hanno contribuito a questo ulteriore apprezzamento del dollaro. Fra questi un nuovo aumento dei tassi d'interesse USA e le crescenti tensioni politiche nel Medio Oriente. Oltre a ciò vi sono stati diversi fattori che hanno teso a deprimere il cambio delle monete europee. La ripresa economica in Europa si mostrava debole e le prospettive per i profitti societari erano meno favorevoli che negli Stati Uniti. Inoltre, al consistente peggioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti statunitense non ha fatto riscontro l'emergere di ampie eccedenze in Europa. Nel caso del marco tedesco hanno agito come fattori addizionali a favore del dollaro anche il dissesto di una grossa banca privata tedesca e fattori politici interni.

Considerando il periodo di dodici mesi da metà gennaio del 1983 a metà gennaio del 1984, il marco tedesco è, tra le principali monete, quella che ha mostrato la maggiore debolezza. Nel corso di questo periodo esso si è deprezzato del 18% nei confronti del dollaro USA scendendo a DM 2,84, ossia al livello più basso dal marzo del 1973. Su base effettiva, il deprezzamento del marco tedesco è stato del 7%, in quanto la sua flessione nei confronti del dollaro e dello yen è stata parzialmente compensata dal riallineamento delle monete del Sistema monetario europeo nel marzo del 1983. Il franco svizzero ha registrato una flessione nei confronti del dollaro del 15% nell'arco dello stesso periodo, ma per effetto del suo apprezzamento sul marco e sulla maggior parte delle altre monete europee, su base effettiva la sua diminuzione è stata di poco più del 3%.

Fra il gennaio del 1983 e il gennaio del 1984 la sterlina si è deprezzata del 14% nei confronti del dollaro, ossia in misura quasi pari a quella del franco svizzero, ma se si considera l'intero periodo il suo tasso di cambio effettivo non è nel complesso variato. Nella prima metà del 1983, inoltre, la sterlina ha seguito un corso alquanto diverso da quello delle altre principali monete. Fra gennaio e marzo del 1983 essa si è indebolita di circa il 10,5% nei confronti del dollaro e del 7,5% su base effettiva, in connessione alla riduzione dei prezzi ufficiali OPEC del petrolio decisa in marzo. In seguito la sterlina ha recuperato quasi interamente la sua precedente perdita di valore nei confronti del dollaro, e fra aprile e maggio si è apprezzata del 12,5% su base effettiva con il regredire delle aspettative di ulteriori cali dei prezzi del petrolio e in anticipazione dei risultati delle elezioni di giugno. Più avanti nell'anno la sterlina, insieme alle altre monete europee, ha subito pressioni al ribasso per effetto della sostenutezza del dollaro.

Lo yen giapponese è stata la valuta che ha risentito meno della forza del dollaro nel 1983. Nel periodo di dodici mesi fino a metà gennaio del 1984 la sua quotazione nei confronti del dollaro ha registrato una flessione solo del 3%, mentre su base effettiva lo yen si è apprezzato del 10%. Rispetto al marco tedesco il valore dello yen è aumentato pressoché costantemente, passando da yen 98,2 all'inizio di gennaio del 1983 a yen 82,1 un anno dopo, toccando il suo livello più alto dalla seconda guerra mondiale.

Verso la metà di gennaio del 1984 l'atteggiamento del mercato nei confronti del dollaro ha cominciato a mutare alquanto rapidamente. Fra i vari motivi di tale cambiamento probabilmente il più importante era il sussistere di dubbi sulla possibilità di finanziare, ai tassi di cambio allora presenti, un deficit delle partite correnti della bilancia dei pagamenti USA che, secondo le previsioni, avrebbe raggiunto e forse anche superato i \$ 75 miliardi nel 1984. Oltre a ciò, vi era il timore che i disavanzi di bilancio attuali e futuri, unitamente al perdurare della rapida crescita economica, potessero determinare una recrudescenza dell'inflazione negli Stati Uniti. A ciò si è aggiunto il fatto che negli altri paesi industriali, e particolarmente in Germania, si manifestava un miglioramento delle prospettive di crescita.

In tale contesto, il tasso di cambio effettivo del dollaro, dopo aver raggiunto un massimo il 12 gennaio, è diminuito di circa il 6,5% in meno di due mesi. In particolare, la flessione più marcata (10,5%) si è avuta nei confronti del marco tedesco, che a sua volta si stava rafforzando nei confronti di altre valute dello SME. Fra metà gennaio e inizio marzo la quotazione del dollaro è diminuita del 6,5% rispetto a franco svizzero e sterlina e del 5% rispetto allo yen giapponese. Un aspetto singolare del calo del dollaro fra il gennaio e il marzo del 1984 è che questo si è prodotto simultaneamente ad un ulteriore aumento nei tassi d'interesse sul dollaro e ad un ampliamento in favore degli investimenti in dollari dei differenziali dei tassi d'interesse. Ciò ha fatto ritenere che il mercato fosse più incline che in precedenza a considerare le prospettive del dollaro nel più lungo periodo. I tassi d'interesse a breve sul dollaro hanno cominciato ad aumentare nella prima parte di febbraio e agli inizi di marzo, quando il dollaro ha raggiunto il suo minimo, il tasso d'interesse a tre mesi sull'eurodollaro era salito dal 9,5% a oltre il 10%.

A quel punto gli orientamenti del mercato sono nuovamente cambiati e il dollaro iniziava una nuova fase di apprezzamento, in quanto i tassi d'interesse USA si rafforzavano ulteriormente in risposta all'inattesa rapida crescita dell'economia e al forte aumento della domanda di credito. All'inizio di aprile il Federal Reserve ha aumentato il tasso ufficiale di sconto, ribadendo così l'impegno a proseguire una politica monetaria antinflazionistica, e verso metà maggio i tassi d'interesse a tre mesi sull'eurodollaro hanno raggiunto l'11 $\frac{7}{8}$ %, un livello superiore di circa due punti percentuali a quello dell'inizio di febbraio. Gli altri principali paesi industriali non hanno seguito questo pronunciato aumento dei tassi d'interesse, con il risultato che, per esempio, il differenziale tra i tassi a tre mesi sull'eurodollaro e sull'euromarco è passato da meno del 4% all'inizio di febbraio a quasi il 6%. Come conseguenza di questi movimenti, fra l'inizio di marzo e metà maggio il dollaro si è apprezzato di più del 6% su base effettiva, del 9,5% nei confronti del marco tedesco, dell'8,5% nei confronti del franco svizzero e del 7,5% rispetto alla sterlina. Rispetto allo yen, l'apprezzamento è stato invece solo del 4%. Oltre che al movimento verso l'alto dei tassi d'interesse, la rinnovata forza del dollaro era

probabilmente collegata all'emergere di perturbazioni nel settore industriale in Francia, Germania e Regno Unito.

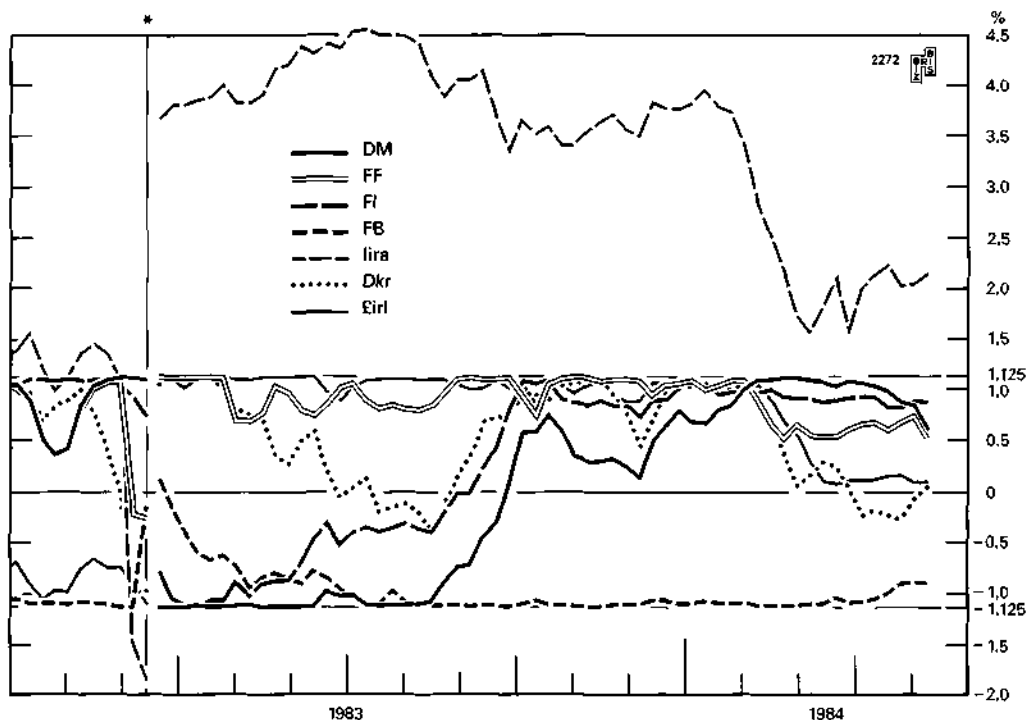
Osservando retrospettivamente l'evoluzione del dollaro sul mercato dei cambi dalla fine del 1982, due considerazioni si impongono. La prima è che le teorie monocausali del comportamento dei tassi di cambio sono inadeguate. Nel corso degli ultimi diciotto mesi non soltanto i rapporti di cambio fra il dollaro e le altre principali monete sono stati influenzati da fattori diversi in momenti diversi, ma uno stesso fattore, come ad esempio il disavanzo di bilancio USA oppure il deficit dei pagamenti correnti con l'estero, ha prodotto effetti diversi in tempi diversi.

La seconda considerazione è che, sebbene il protratto periodo di apprezzamento del dollaro, iniziato nel 1980, possa ora essere giunto quasi al termine, l'attuale livello del tasso di cambio del dollaro pone numerosi problemi per il futuro. Attraverso le distorsioni che sta causando nelle posizioni concorrenziali internazionali esso tende infatti a rafforzare le spinte protezioniste; la sostenutezza del dollaro ha inoltre contribuito a far emergere un'insostenibile struttura della bilancia dei pagamenti americana. E' improbabile che un disavanzo corrente con l'estero della dimensione attuale possa essere finanziato indefinitamente ai presenti tassi di cambio; quando ciò non sarà effettivamente più possibile oppure quando nei mercati maturerà la convinzione che la situazione attuale non potrà essere protratta più a lungo, potrebbe nuovamente determinarsi una instabilità del tasso di cambio del dollaro con le connesse perturbazioni finanziarie sul piano internazionale.

Andamenti dei tassi di cambio nell'ambito dello SME. Nel periodo sotto rassegna ha avuto luogo un riallineamento dei tassi di cambio all'interno del Sistema monetario europeo nell'ultima parte del marzo 1983. Gli sviluppi che hanno condotto a questo riallineamento traggono origine da un rafforzamento del marco nei confronti del dollaro, verso la fine del 1982, che è stato accompagnato da una rapida ascesa della moneta tedesca all'interno della fascia dello SME. Nel dicembre del 1982 il marco aveva raggiunto il fiorino al margine superiore della fascia; dopo le elezioni in Germania e in Francia, agli inizi del marzo 1983, il franco francese è stato oggetto di una forte pressione al ribasso, che è continuata malgrado le riduzioni dei tassi di sconto ufficiali in Germania e nei Paesi Bassi. Dopo la chiusura per un giorno dei mercati valutari ufficiali dei paesi appartenenti allo SME, il 21 marzo è stato effettuato il riallineamento; con effetto da quella data il marco tedesco, il fiorino olandese, la corona danese e il franco belga sono stati rivalutati rispettivamente del 5,5%, del 3,5%, del 2,5% e dell'1,5%, mentre il franco francese e la lira sono stati svalutati del 2,5% e la sterlina irlandese del 3,5%.

Come in occasioni precedenti, il riallineamento è stato immediatamente seguito da un capovolgimento all'interno della banda nelle posizioni di quasi tutte le monete dei paesi partecipanti. Con l'inversione dei flussi speculativi di fondi che si erano prodotti prima del riallineamento, il marco tedesco ed il fiorino olandese sono discesi al margine inferiore della nuova fascia di oscillazione, mentre il franco francese, la corona danese e la sterlina irlandese si sono collocati ai rispettivi limiti superiori, e la lira è salita bruscamente nella metà superiore della sua fascia di oscillazione allargata. Il franco belga, d'altro canto, ha presto iniziato a calare rispetto alla sua parità centrale, raggiungendo il marco tedesco al limite inferiore della fascia nel mese di luglio. In maggio la corona danese ha iniziato ad allontanarsi

Tassi di cambio a pronti nel meccanismo di cambi dello SME; 1983-84
Medie settimanali delle monete dei paesi partecipanti rispetto al loro limite d'intervento; in percentuale



* Riallineamento dei tassi centrali con effetto dal 21 marzo 1983.

dal margine superiore e il fiorino olandese da quello inferiore, convergendo verso il centro della banda di oscillazione, mentre la lira, il franco francese e la sterlina irlandese sono restate le monete piú forti del sistema.

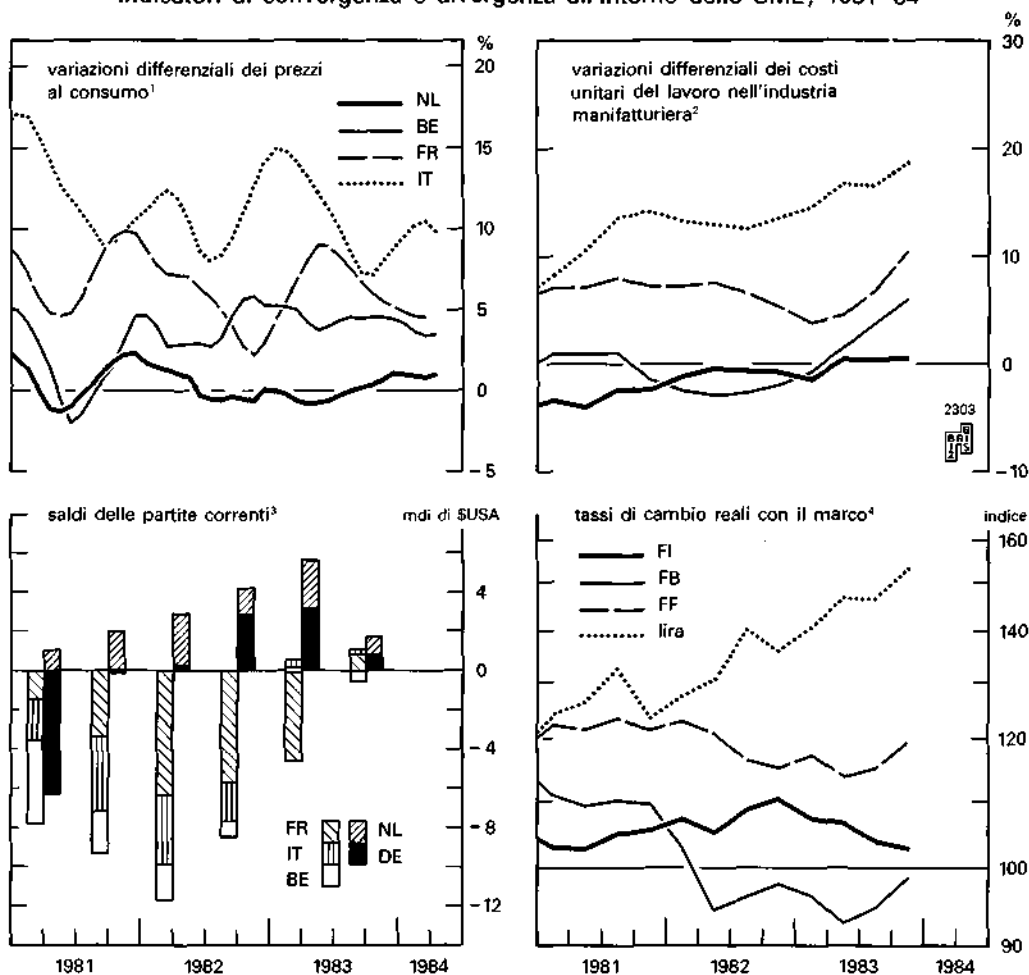
Per il resto del periodo sotto rassegna il comportamento delle monete all'interno della fascia, in particolare quello del marco tedesco, è stato fortemente influenzato dall'andamento del dollaro sul mercato dei cambi. Quando in agosto il dollaro ha iniziato a rallentare, il marco tedesco, il fiorino e la corona olandese hanno cominciato a salire e verso l'inizio di ottobre tutte le monete partecipanti, eccetto il franco belga, erano situate solidamente nella metà superiore delle rispettive bande, dove sono rimaste fino alla fine del febbraio 1984. Il nuovo rafforzamento del dollaro nel mese di ottobre è stato accompagnato da una certa flessione del marco tedesco nello SME fino agli inizi di dicembre. In seguito, il marco ha iniziato a risalire e all'inizio di febbraio ha soppiantato il franco francese al limite superiore della fascia; il fiorino diventava nel frattempo la seconda moneta piú forte. Tuttavia, con la ripresa del dollaro, il marco ha cominciato ad allontanarsi dal margine superiore della fascia nel corso di aprile, e verso la fine del mese ha ceduto il primo posto al fiorino.

La temporanea sostenutezza del marco nei primi mesi del 1984 non è stata accompagnata da un eccezionale indebolimento delle altre valute. Il franco francese e la lira italiana si sono mantenuti nella metà superiore delle rispettive fasce di oscillazione, in parte grazie a massicci interventi intramarginali, e il franco belga è stato il solo a rimanere nella metà inferiore della banda. Agli inizi di marzo il franco

belga si trovava già da quasi dieci mesi al suo limite inferiore, o in prossimità di esso, nonostante gli aumenti di un punto percentuale del tasso ufficiale di sconto della Banca Nazionale del Belgio nel novembre del 1983 e nuovamente nel febbraio del 1984. La perdurante debolezza del franco belga è dipesa dai persistenti ampi deflussi di capitale, in quanto le partite correnti della bilancia dei pagamenti erano significativamente migliorate nel 1983. A partire dalla metà di marzo le tensioni sul franco belga hanno tuttavia cominciato ad allentarsi, e ad aprile il franco si è gradualmente allontanato dal margine inferiore della fascia.

Alla fine di maggio del 1984 erano trascorsi quattordici mesi dall'ultimo riallineamento dei tassi centrali, vale a dire uno dei più lunghi periodi di stabilità dei tassi di cambio nominali all'interno del sistema dalla sua introduzione nel marzo del 1979. Tale stabilità è attribuibile a diversi fattori. In primo luogo, il riallineamento del marzo 1983 è stato uno dei più ampi nella storia dello SME, con variazioni bilaterali delle parità centrali fino al 9%. In secondo luogo, la

Indicatori di convergenza e divergenza all'interno dello SME; 1981-84



¹Differenze fra i rispettivi prezzi interni e quelli in Germania calcolate come variazioni percentuali su sei mesi, rapportate all'anno, delle medie mobili di tre mesi. ²Differenze fra i rispettivi costi unitari del lavoro interni e quelli in Germania calcolate come variazioni percentuali su quattro trimestri delle medie mobili di tre mesi. ³Dati semestrali destagionalizzati. ⁴In termini di costi unitari relativi del lavoro nell'industria manifatturiera; indici: prima metà del 1979=100 (scala semilogaritmica).

sostenutezza del dollaro nei confronti di tutte le monete dello SME, compreso il marco tedesco, durante la maggior parte del periodo a partire dal marzo del 1983 ha esercitato una influenza stabilizzatrice sul sistema.

E' tuttavia anche opportuno notare che il sistema non è stato sottoposto a forti tensioni neppure nel periodo, da metà gennaio all'inizio di marzo del 1984, durante il quale il dollaro si è indebolito abbastanza decisamente nei confronti del marco tedesco e questa moneta è ridiventata temporaneamente la più forte fra le monete partecipanti. Ciò è attribuibile al raggiungimento di una maggiore convergenza in alcuni aspetti della situazione economica dei paesi membri. Come mostra il grafico precedente, questa convergenza è palese sia nell'andamento delle bilance dei pagamenti sia in quello dei prezzi. Per quel che riguarda le partite correnti delle bilance dei pagamenti, nel corso del 1983 si è avuto un sensibile miglioramento della posizione della Francia e — in misura inferiore ma pur sempre significativa — di quella del Belgio-Lussemburgo, della Danimarca, dell'Irlanda e dell'Italia. Nello stesso tempo l'eccedenza delle partite correnti tedesche è rimasta di dimensioni contenute. Un fattore che ha contribuito a questa convergenza delle posizioni delle bilance dei pagamenti è stato il riallineamento dei tassi di cambio nel sistema nel marzo del 1983. Il grafico mostra altresì che è stato compiuto un certo progresso verso una maggiore convergenza dei tassi di incremento dei prezzi al consumo nei paesi membri.

Per quel che riguarda il costo unitario del lavoro nell'industria manifatturiera, tuttavia, i progressi verso la convergenza sono stati minori, e di recente i tassi di cambio reali della lira, del franco francese e del franco belga nei confronti del marco tedesco, stimati in termini di variazioni dei costi unitari relativi del lavoro, si sono tutti apprezzati. E' pertanto necessario che vengano rafforzati ed estesi i progressi finora conseguiti nel senso di una convergenza delle grandezze economiche nei paesi membri, e resta da vedere in che misura il sistema dei cambi dello SME sarà in grado di resistere agli effetti di un protratto deprezzamento del dollaro, qualora questo dovesse verificarsi.

La produzione e il mercato dell'oro

Gli sviluppi sul mercato dell'oro nel periodo sotto rassegna sono stati caratterizzati da un ulteriore indebolimento dei prezzi. Poiché le attese diminuzioni dei tassi d'interesse USA e del tasso di cambio del dollaro non si sono concretizzate, il recupero delle quotazioni dell'oro avviatosi nella seconda metà del 1982 si è arrestato all'inizio del 1983 e in seguito è stato in parte annullato. L'attrattiva di altri sbocchi d'investimento e la mancanza di un percettibile risveglio nella domanda per usi industriali hanno fatto sì che il mercato non fosse in grado di assorbire neppure un modesto volume di nuova offerta di oro senza un'ulteriore flessione del prezzo. Tuttavia, se si eccettua un calo molto marcato delle quotazioni nell'ultima settimana del febbraio 1983, l'indebolimento del prezzo dell'oro nel periodo in esame è stato di dimensione molto minore a quello avutosi nel 1981 e nella prima metà del 1982. Inoltre, la sostenutezza del dollaro ha fatto sì che l'anno scorso il prezzo dell'oro espresso in termini delle principali monete europee fosse relativamente stabile. In contrasto con quanto avvenuto in periodi precedenti, l'elevato livello dei tassi d'interesse americani e la forza del dollaro non hanno comportato liquidazioni su vasta scala delle disponibilità in oro; d'altro canto, questi fattori hanno

indubbiamente teso a neutralizzare qualsiasi effetto positivo sui prezzi dell'oro che avrebbe potuto altrimenti essere esercitato dagli sviluppi politici e finanziari mondiali.

Il calo nell'offerta di nuovo oro sul mercato fra il 1982 e il 1983 è dovuto interamente alla diminuzione delle vendite da parte dei paesi socialisti e delle transazioni ufficiali sul mercato da parte dei paesi occidentali. Escludendo l'URSS, gli altri paesi dell'Europa orientale, la Cina e la Corea del Nord, lo scorso anno la produzione mondiale stimata di oro è aumentata significativamente, da 1.018 a 1.085 tonnellate metriche. Ciò ha rappresentato una accentuazione della tendenza ascendente della produzione che era iniziata nel 1981, dopo un calo pressoché ininterrotto nel corso del decennio precedente. La produzione totale di oro dello scorso anno, tuttavia, resta inferiore del 14,5% al massimo raggiunto nel 1970.

Mercato dell'oro: fonti e impieghi. Stime

Voci	1979	1980	1981	1982	1983
	tonnellate metriche				
Produzione	955	950	970	1.020	1.085
Vendite da parte dei paesi socialisti (stime)	290	90	300	200	80
Variazioni stimate nelle disponibilità ufficiali dei paesi occidentali mediante operazioni di mercato* (- = aumento)	620	- 55	- 65	95	75
Totale (= impieghi stimati non monetari)	1.865	985	1.205	1.315	1.240

* Le variazioni delle riserve auree del Sud Africa sono state escluse dai movimenti delle disponibilità ufficiali per tutti gli anni riportati nella tabella, giacché si ritiene che esse abbiano riflesso in larga misura la costituzione o la liquidazione di swaps in oro tra la banca centrale sudafricana e le banche commerciali di altri paesi.

Il principale fattore alla base della precedente flessione di lungo periodo della produzione mondiale di oro era stato il passaggio all'estrazione di minerale a più basso tenore in Sud Africa, in seguito all'aumento del prezzo di mercato dell'oro; per contro, la recente ripresa della produzione ha avuto basi più ampie. Nel 1983 la produzione è stata in aumento quasi ovunque, con incrementi superiori alla media nel caso di alcuni paesi produttori marginali. Fra i produttori principali, i maggiori tassi di aumento della produzione di oro sono stati registrati in Brasile (+43%) e Australia (+19%). L'aumento della produzione del Sud Africa nel 1983, d'altro canto, è ammontato a meno del 2,5%, in quanto alla maggiore quantità di minerale trattato ha fatto riscontro un'ulteriore diminuzione nel contenuto medio del minerale. Di conseguenza, si è nuovamente ristretta la quota del Sud Africa sul totale della produzione mondiale stimata di oro, scendendo al 63% rispetto al massimo del 79% registrato nel 1970.

Le vendite stimate di oro da parte dei paesi socialisti sono calate nettamente fra il 1982 e il 1983, passando da 200 a 80 tonnellate. Una migliore situazione della bilancia dei pagamenti e la debolezza del prezzo dell'oro hanno indotto una notevole diminuzione delle vendite di oro da parte dell'URSS. Anche le vendite stimate delle disponibilità auree occidentali sono leggermente diminuite, passando da 95 tonnellate nel 1982 a 75 tonnellate. La riduzione nelle disponibilità auree ufficiali dell'anno scorso è dovuta interamente a tre paesi: Portogallo e Filippine (che hanno venduto circa 50 tonnellate ciascuno) e Stati Uniti (che hanno ridotto

le proprie riserve di oro di 20 tonnellate). D'altro canto, e in contrasto con il 1982, due paesi fortemente indebitati, Brasile e Messico, hanno incrementato rispettivamente di 12 e di 7 tonnellate le proprie riserve auree, e Taiwan ha aumentato le proprie disponibilità di 12 tonnellate. Inoltre, l'Ungheria ha quasi interamente riacquisito le 32 tonnellate che aveva ceduto nel 1982, e la Colombia ha aumentato le proprie riserve auree di altre 12 tonnellate. In Brasile e Colombia l'incremento delle riserve auree ufficiali è dovuto principalmente all'assorbimento di oro prodotto all'interno, anche se nel caso del Brasile la maggior parte della produzione dell'anno scorso, ammontata a 50 tonnellate di oro, pare essere stata venduta sul mercato.

Produzione mondiale di oro. Stime

Paesi	1946	1953	1970	1979	1980	1981	1982	1983
	tonnellate metriche							
Sud Africa	371,0	371,4	1.000,4	705,4	675,1	657,6	664,2	679,5
Canada	88,5	126,1	74,9	51,1	50,6	52,0	64,7	70,7
Stati Uniti	49,0	60,9	54,2	29,8	30,2	42,9	45,0	50,4
Brasile	4,4	3,6	9,0	25,0	35,0	35,0	35,0	50,0
Australia	25,6	33,4	19,3	18,6	17,0	18,4	27,0	32,2
Filippine	-	14,9	18,7	16,7	20,4	23,4	29,5	31,5
Cile	7,2	4,1	1,6	4,3	6,5	12,2	18,9	19,8
Papua-Nuova Guinea	-	-	0,7	19,7	14,3	17,2	17,8	18,4
Colombia	13,6	13,6	6,3	10,0	17,0	17,7	15,9	17,9
Zimbabwe	16,9	15,6	15,6	12,0	11,4	11,6	13,4	14,1
Ghana	18,2	22,7	22,0	11,5	10,8	13,0	13,0	11,8
Repubblica Dominicana	-	-	-	11,0	11,5	12,8	11,8	11,2
Perù	4,9	4,4	3,3	4,7	5,0	7,2	6,9	9,9
Messico	13,1	15,0	6,2	5,5	5,9	5,0	5,2	5,5
Totale	612,4	685,7	1.232,2	925,3	910,7	926,0	968,3	1.022,9
Altri paesi	53,6	68,3	38,8	31,2	37,8	42,5	49,7	62,1
Produzione mondiale stimata*	666,0	754,0	1.271,0	956,5	948,5	968,5	1.018,0	1.085,0

* Esclusi URSS, altri paesi dell'Europa orientale, Cina e Corea del Nord.

Il risultato netto di questi sviluppi è stato quello di ridurre il volume totale stimato di oro disponibile per impieghi non monetari da 1.315 a 1.240 tonnellate. Questa diminuzione nell'offerta, tuttavia, non ha evitato una nuova flessione nel prezzo del metallo. In realtà, il più basso livello delle vendite di oro da parte dei paesi socialisti nel 1983 è stato in parte esso stesso una conseguenza dell'indebolimento della domanda. Inoltre, quale che sia il volume totale di oro che affluisce effettivamente sul mercato, la pubblicità data alle vendite ufficiali di oro – specialmente in un periodo di acute difficoltà debitorie e nel quale hanno un ruolo sempre maggiore i mercati dei *futures* – tende ad avere un'influenza depressiva sul mercato. Comunque, le principali ragioni della debolezza del prezzo dell'oro l'anno scorso sono state la persistenza di elevati tassi d'interesse negli Stati Uniti e la sostenutezza del dollaro, che hanno sopravanzato qualsiasi eventuale effetto di spinta al rialzo delle perturbazioni finanziarie e politiche sul piano internazionale.

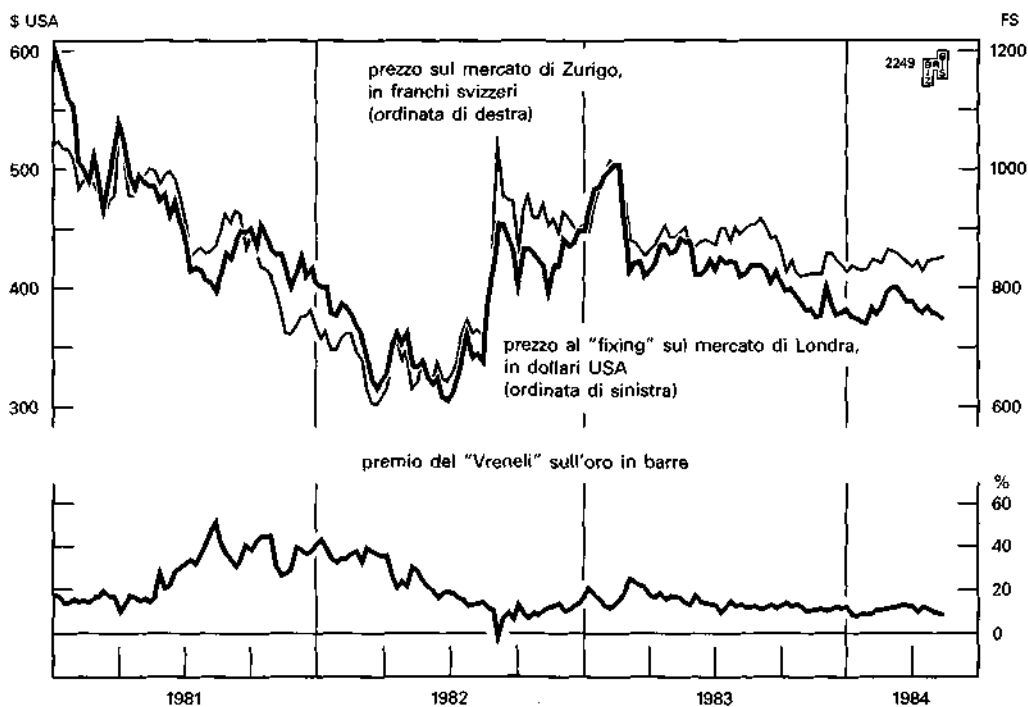
Il 1983 era iniziato con un prezzo al fixing del mercato di Londra leggermente superiore a \$ 450 per oncia, dopo che le quotazioni erano aumentate da un minimo appena inferiore a \$ 300 per oncia alla metà del 1982, per l'effetto congiunto della

diminuzione dei tassi d'interesse sul dollaro e dei timori circa la situazione debitoria internazionale. Il movimento ascendente dei prezzi è continuato nelle prime settimane dell'anno, e il 15 febbraio 1983 le quotazioni hanno raggiunto \$ 511,50 per oncia, ossia il prezzo piú alto registrato nel corso dell'anno, superiore di oltre il 70% al minimo della metà del 1982. A fronte dell'indebolimento dei prezzi del petrolio, si è poi messa in moto una notevole reazione che alla fine di febbraio ha fatto temporaneamente scendere i prezzi di mercato al disotto di \$ 400 per oncia. Il mercato si è poi stabilizzato per un certo tempo intorno al prezzo di \$ 410-440, non manifestandosi una tendenza definita per il dollaro o per i tassi d'interesse USA. In aprile, il prezzo è temporaneamente aumentato fino a \$ 443 per oncia, in reazione agli avvenimenti del Libano ed ai timori circa la solvibilità esterna del Brasile, ed è rimasto vicino a quel livello fino alla fine di maggio. Il successivo nuovo rafforzamento del dollaro, assieme ai crescenti tassi d'interesse USA, hanno fatto slittare verso il basso il prezzo dell'oro che ha toccato i \$ 400,25 al fixing di Londra del 7 giugno. In seguito, esso è rimasto ben al disopra del livello di \$ 400 per tutta l'estate, raggiungendo \$ 430 per oncia a luglio, quando la domanda è stata riattivata dai rinnovati timori circa i problemi del debito esterno dei paesi in via di sviluppo.

Dopo l'estate, la nuova fase di consolidamento dei tassi d'interesse americani e del dollaro ha esercitato un'influenza prevalente sul mercato. All'inizio di ottobre il prezzo dell'oro è sceso sotto i \$ 400 per oncia e il 21 novembre ha raggiunto un minimo di \$ 374. Dopo un rimbalzo di breve durata poco sopra \$ 400, è ripresa la tendenza calante dei prezzi, fino a che, il 9 gennaio 1984, le quotazioni non hanno raggiunto il punto di svolta inferiore a \$ 364 per oncia, il livello piú basso

Prezzi di mercato dell'oro in dollari USA e in franchi svizzeri; 1981-84

Quotazioni di fine settimana, per oncia di fino



dall'agosto del 1982. L'indebolimento del dollaro, da tempo scontato, che ha preso avvio allora, ha indotto una certa ripresa nei prezzi dell'oro e, agli inizi di marzo, il prezzo di mercato al fixing di Londra è risalito al disopra di \$ 400 per oncia, in conseguenza dei timori di una possibile interruzione delle forniture di petrolio medio-orientale. Verso la metà di marzo, tuttavia, i prezzi erano ritornati sotto il livello di \$ 400 e, con i tassi d'interesse americani ancora una volta in aumento, all'inizio di maggio, le quotazioni erano tornate a circa di \$ 375 per oncia.

Le riserve e la liquidità internazionale

L'evoluzione della liquidità internazionale nel 1983 non mostra una configurazione globale uniforme, né per gruppi di paesi né in base alle varie componenti alla luce delle quali può essere valutata la liquidità internazionale definita in senso lato. Considerando la liquidità internazionale lorda nell'accezione ristretta alle riserve monetarie, lo scorso anno le riserve totali non auree dei paesi, dopo la flessione del 1981 e del 1982, hanno segnato un aumento; d'altra parte, vi è stato un calo nel valore delle riserve auree, parallelamente al nuovo indebolimento del prezzo di mercato dell'oro. Per quel che riguarda la liquidità internazionale netta, cioè le riserve meno le passività sull'estero, le riserve non auree sono aumentate meno dell'indebitamento esterno verso le banche nella maggior parte dei paesi dell'America Latina, così come nei paesi industriali minori. D'altro canto, è migliorata la posizione in termini di liquidità internazionale netta dei paesi in via di sviluppo non OPEC in Asia.

Oltre alle riserve monetarie ufficiali, la liquidità internazionale in senso lato include le linee di credito internazionali, cioè le risorse potenzialmente a disposizione dei paesi per finanziare i disavanzi delle bilance dei pagamenti. Anche in questo ambito, gli sviluppi dello scorso anno non sono stati omogenei. Nel 1983 il totale delle linee di credito internazionali ufficiali è cresciuto, in conseguenza dell'entrata in vigore dell'aumento generale delle quote del FMI; allo stesso tempo, si è tuttavia registrata una dicotomia alquanto netta nel mercato internazionale del credito bancario. In generale, i paesi dell'America Latina non hanno avuto accesso a nuovi crediti, salvo che in collegamento con prestiti condizionali del FMI, mentre il resto del mondo, con alcune eccezioni, ha mantenuto la capacità di ottenere ulteriori fondi dal sistema bancario internazionale.

Infine, nel corso del 1983 vi è stato un diffuso miglioramento del rapporto tra riserve non auree e importazioni, sia nei paesi industriali che in quelli in via di sviluppo. Ma in alcune parti dell'area in via di sviluppo, segnatamente in America Latina e in Africa, questo miglioramento è stato il risultato di ulteriori tagli nelle importazioni dettati dall'emergenza e, pertanto, ben difficilmente può essere definito come un rafforzamento della situazione di liquidità internazionale di questi paesi.

Passando a considerare in dettaglio gli andamenti delle riserve durante lo scorso anno, le disponibilità aggregate di riserve non auree dichiarate dei paesi, che erano diminuite di \$ 48 miliardi in termini di dollari correnti nei due anni precedenti, hanno mostrato un aumento di \$ 15,7 miliardi, raggiungendo un totale di \$ 381 miliardi alla fine del 1983. Questa modesta crescita del 4% delle riserve non auree globali, cui hanno contribuito tutti i gruppi di paesi importatori di petrolio,

si è verificata simultaneamente alla diminuzione del 4,5% del valore unitario in dollari delle merci a mercato mondiale. In termini reali, pertanto, la crescita delle riserve non auree è stata superiore a quanto indicato dagli aggregati nominali. E poiché in pari tempo il volume del commercio mondiale si è espanso soltanto del 2%, l'anno scorso si è prodotto, come già detto, un diffuso miglioramento del rapporto tra riserve e importazioni.

La debolezza delle quotazioni in dollari dei beni oggetto di scambio internazionale è stata in parte collegata all'ulteriore apprezzamento del dollaro sui mercati dei cambi, e ciò ha anche ridotto il valore, espresso in termini di dollari correnti, delle attività di riserva non auree denominate in valute diverse dal dollaro. Calcolato a tassi di cambio del dollaro costanti, nel 1983 l'aumento delle riserve totali non auree è stato pertanto di quasi \$30 miliardi.

Variazioni nelle riserve globali; 1981-83

Area e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva sul FMI	DSP	ECU	Totale riserve non auree	
	in milioni di onces	in miliardi di dollari USA ¹					
Gruppo dei Dieci							
1981	- 0,5	-140,4	- 11,6	2,3	2,3	- 13,6	- 20,6
1982	- 0,3	35,4	- 10,8	3,3	1,8	- 8,4	- 14,1
1983	- 0,7	- 49,4	1,5	7,2	- 3,1	3,2	8,8
<i>Consistenze alla fine del 1983</i>	738,4	281,7	98,1	24,9	11,2	44,2	178,4
Altri paesi sviluppati							
1981	- 3,1	- 19,9	- 2,7	- 0,2	0,4	- 0,2	- 2,7
1982	- 2,8	3,3	0,4	- 0,5	- 0,2	-	- 0,3
1983	- 0,5	- 6,3	3,0	1,0	- 0,4	0,4	4,0
<i>Consistenze alla fine del 1983</i>	92,0	35,1	40,0	2,2	1,0	0,8	44,0
PVS non OPEC²							
1981	1,1	- 13,4	1,1	- 0,3	0,8	-	1,6
1982	- 1,7	2,8	0,2	- 0,2	- 1,3	-	- 1,3
1983	- 0,4	- 5,0	8,5	0,2	- 0,3	-	8,4
<i>Consistenze alla fine del 1983</i>	72,4	27,7	79,8	1,9	1,2	-	82,9
Insieme dei paesi importatori di petrolio							
1981	- 2,5	-173,7	- 13,2	1,8	3,5	- 13,8	- 21,7
1982	- 4,8	41,5	- 10,2	2,6	0,3	- 8,4	- 15,7
1983	- 1,6	- 60,7	13,0	8,4	- 3,8	3,6	21,2
<i>Consistenze alla fine del 1983</i>	902,8	344,5	217,9	29,0	13,4	45,0	305,3
Paesi OPEC³							
1981	1,6	- 7,1	- 1,8	1,5	0,5	-	0,2
1982	0,4	2,2	- 11,6	0,7	0,2	-	- 10,7
1983	0,1	- 2,8	- 9,3	4,5	- 0,7	-	- 5,5
<i>Consistenze alla fine del 1983</i>	42,8	16,3	61,6	12,0	1,7	-	75,3
Tutti i paesi							
1981	- 0,9	-180,8	- 15,0	3,3	4,0	- 13,8	- 21,5
1982	- 4,4	43,7	- 21,8	3,3	0,5	- 8,4	- 26,4
1983	- 1,5	- 63,5	3,7	12,9	- 4,5	3,6	15,7
<i>Consistenze alla fine del 1983</i>	945,6	360,8	279,5	41,0	15,1	45,0	380,6

¹ Riserve auree valutate ai prezzi di mercato. ² Compresi (a differenza del Capitolo V) Cina, Israele e (a differenza del Capitolo VI) i centri offshore. ³ Compresi Bahrain, Oman e Trinidad e Tobago.

In contrasto con l'aumento delle riserve non auree, il calo del 15% subito lo scorso anno dal prezzo di mercato dell'oro ha fatto sì che (congiuntamente ad una leggera diminuzione delle consistenze totali di oro) il valore di mercato delle riserve auree complessive dei vari paesi, che era aumentato di \$43,7 miliardi nel 1982, sia diminuito di \$63,5 miliardi nel 1983. Non è possibile misurare l'effetto globale di questa evoluzione sulla liquidità internazionale. Il più basso prezzo dell'oro si è ripercosso soprattutto sulle riserve dei paesi industriali, che detengono la maggior parte delle disponibilità auree ufficiali. Nei PVS non OPEC la diminuzione del valore totale delle loro riserve auree è stata sensibilmente inferiore all'aumento di valore, in termini di dollari correnti, delle altre attività di riserva.

Scomponendo per *tipi di attività* la variazione delle riserve complessive non auree, la crescita del 1983 è in gran parte attribuibile alle posizioni di riserva sul FMI, aumentate di \$12,9 miliardi in termini di dollari correnti. Questo andamento è conseguenza, in parte, dell'aumento nelle quote del Fondo e, in parte, dell'incremento delle operazioni di prestito del Fondo stesso. In termini di dollari correnti, le sottoscrizioni di nuove quote hanno accresciuto di \$5,9 miliardi le posizioni totali di riserva sul FMI, mentre le operazioni di prestito del Fondo (insieme ad altre transazioni relativamente poco importanti, quali il saldo per introiti ed esborsi in conto interessi) vi hanno contribuito per un ammontare di \$7 miliardi.

L'aumento delle quote del FMI in conformità all'Ottava Revisione Generale è entrato in vigore alla fine di novembre del 1983, allorché è stato ratificato dai paesi che rappresentavano il 70% del totale delle quote del Fondo. Alla fine dell'anno gli aumenti di quota erano stati sottoscritti per più del 97%, con una corrispondente crescita delle quote complessive del Fondo da DSP 27,4 a 88,5 miliardi. Allo stesso tempo venivano ridotti i limiti percentuali, in relazione alle quote, posti all'accesso al credito del Fondo da parte dei paesi, in modo da lasciare essenzialmente inalterato l'ammontare dei fondi cui essi possono normalmente attingere secondo le quote ampliate.

Nel 1983 il totale netto dei nuovi prelievi sul FMI è stato di DSP 12,1 miliardi, un nuovo record annuale. L'80%, ovvero DSP 9,7 miliardi, ha rappresentato prelievi netti da parte dei PVS non OPEC. In questo gruppo, i prelievi netti più ampi sono stati effettuati dal Brasile (DSP 2,4 miliardi), dall'India (DSP 1,5 miliardi), dall'Argentina (DSP 1,3 miliardi) e dal Messico (DSP 1 miliardo). Per la prima volta dal 1973, i paesi OPEC hanno effettuato consistenti prelievi netti sul Fondo, pari a DSP 1 miliardo, di cui più del 60% è attribuibile all'Indonesia. I prelievi netti dei paesi sviluppati sono ammontati a DSP 1,3 miliardi; di questi il Portogallo e la Jugoslavia hanno prelevato DSP 0,4 miliardi ciascuno e l'Ungheria DSP 0,3 miliardi. Parallelamente a questo ampio ricorso alle risorse del FMI, nel corso del 1983 vi è stato un notevole incremento degli impegni di prestito assunti dal Fondo, da DSP 14,1 a 22,9 miliardi. Fra le nuove linee di credito le più consistenti sono state quelle concesse a Brasile, Messico e Argentina. Alla fine dell'anno la parte non utilizzata a fronte degli impegni di prestito ammontava a DSP 12,4 miliardi.

Lo scorso anno le principali monete utilizzate per finanziare le operazioni di prestito nette del Fondo sono state il dollaro USA (DSP 5,3 miliardi) e il ryal dell'Arabia Saudita (DSP 1,7 miliardi). I prelievi netti in DSP sono ammontati a DSP 2,6 miliardi. Una parte significativa dei prelievi totali sul Fondo nel 1983 è stata

finanziata con fondi presi a prestito dall'Arabia Saudita e da alcuni paesi industriali. Oltre a ciò, le linee di credito a disposizione del Fondo sono state considerevolmente aumentate nel dicembre 1983 grazie all'espansione, da circa DSP 6,4 a DSP 17 miliardi, degli impegni complessivi di credito dei paesi che partecipano agli Accordi Generali di Prestito. Parallelamente all'allargamento dei GAB, l'Arabia Saudita ha concesso al Fondo una nuova linea di credito di DSP 1,5 miliardi, da utilizzare per le stesse finalità e nelle stesse circostanze previste per le linee di credito dei GAB. Oltre a ciò, nell'aprile del 1984, nuove linee di credito per un ammontare di DSP 6 miliardi sono state concesse al FMI dall'Arabia Saudita, dalla BRI, dal Giappone e dal Belgio.

In contrasto con l'aumento nelle posizioni di riserva sul Fondo Monetario Internazionale, nel 1983 le disponibilità totali di DSP dei vari paesi sono diminuite di \$4,5 miliardi, in quanto i prelievi in DSP sulle linee di credito del Fondo sono stati più che compensati dall'impiego di \$6,3 miliardi di DSP per la sottoscrizione delle nuove quote.

A parte le variazioni nelle posizioni di riserva sul Fondo e nelle riserve in DSP, i movimenti aggregati negli altri tipi di attività ufficiali non auree sono stati piuttosto ridotti. Le disponibilità totali ufficiali in valuta estera e in ECU, in termini di dollari correnti, sono aumentate solo di \$3,7 e 3,6 miliardi rispettivamente. Misurate a tassi di cambio costanti esse sono tuttavia aumentate di \$10,7 e 8,3 miliardi rispettivamente. L'incremento avutosi nelle riserve valutarie lo scorso anno ha fatto seguito alla diminuzione di \$21,8 miliardi (in dollari correnti) del 1982.

Per quel che riguarda la *distribuzione geografica* della crescita delle riserve non auree nel 1983, i paesi del Gruppo dei Dieci, le cui riserve erano diminuite di \$35 miliardi nell'arco dei due anni precedenti, hanno segnato un aumento di \$8,8 miliardi. Le riserve non auree degli Stati Uniti hanno mostrato lo scorso anno una leggera flessione; l'aumento di complessivi \$3,7 miliardi delle disponibilità in DSP e delle posizioni di riserva sul FMI è stato infatti più che compensato da una riduzione di \$3,9 miliardi nelle riserve valutarie. Il calo delle riserve valutarie USA è dovuto essenzialmente a tre operazioni: il rimborso dei restanti \$1,7 miliardi di "Carter bonds" ancora in essere; la liquidazione di *swaps* in valuta con il Messico e il Brasile per \$1,6 miliardi, e l'impiego di \$0,7 miliardi di disponibilità in marchi tedeschi e yen per finanziare parte dell'aumento della quota USA presso il FMI.

Le riserve non auree degli altri paesi del Gruppo dei Dieci sono cresciute di \$9 miliardi nel corso del 1983. Le disponibilità in valuta estera e in ECU di questi paesi sono aumentate di \$5,4 e 3,2 miliardi rispettivamente, mentre l'espansione di \$3,3 miliardi nelle loro posizioni di riserva aggregate sul FMI è stata in gran parte compensata da una contrazione di \$2,9 miliardi delle disponibilità di DSP.

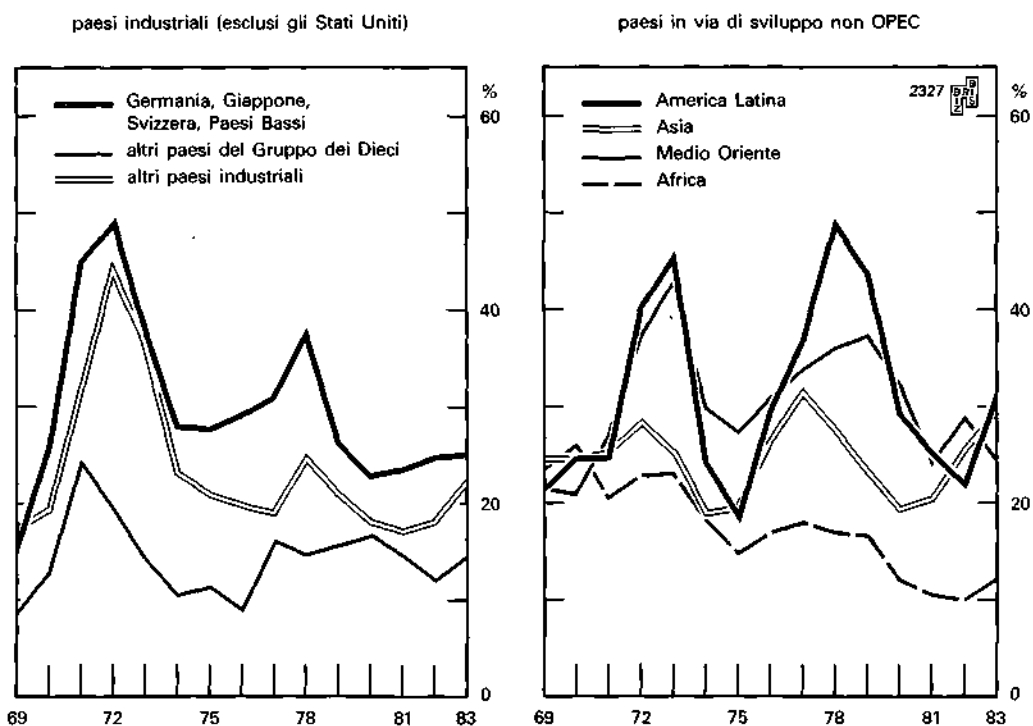
I miglioramenti delle riserve dei paesi del Gruppo dei Dieci (con esclusione degli Stati Uniti) hanno riguardato soprattutto Italia (\$6 miliardi) e Francia (\$3,3 miliardi), paesi che hanno entrambi recuperato le perdite subite negli anni precedenti. Le acquisizioni di riserve da parte di Italia e Francia sono state essenzialmente determinate dalla domanda, nel senso che in ambedue i casi il settore pubblico ha attinto abbondantemente al credito estero, sia direttamente sia attraverso il settore bancario interno. Una situazione simile si è avuta in Belgio e in Svezia, dove, malgrado i disavanzi delle bilance dei pagamenti correnti, le riserve

sono aumentate di \$0,8 e 0,5 miliardi rispettivamente. Fra i paesi del Gruppo dei Dieci che nel 1983 hanno avuto un saldo corrente attivo, soltanto il Giappone e il Canada hanno mostrato notevoli incrementi delle riserve, pari a \$1,3 e 0,5 miliardi rispettivamente. La Germania e il Regno Unito, invece, hanno subito perdite di riserve per \$2,1 e 1 miliardo rispettivamente.

Le riserve non auree degli "altri paesi sviluppati" sono aumentate di \$4 miliardi nel 1983, dopo la diminuzione di \$3 miliardi nell'arco dei due anni precedenti. L'acquisizione netta più ampia è quella dell'Australia (\$2,5 miliardi), dove si sono avuti considerevoli afflussi di capitali prima che le autorità decidessero di far fluttuare la moneta, il 12 dicembre 1983. Anche la Danimarca ha registrato un notevole aumento (\$1,4 miliardi) delle proprie riserve non auree. Inoltre, alcuni dei paesi con reddito più basso all'interno di questo gruppo hanno recuperato, tutte o in parte, le perdite subite nell'anno precedente: le riserve non auree dell'Ungheria sono aumentate di \$0,5 miliardi nel 1983, dopo aver segnato una diminuzione dello stesso ammontare nel 1982; quelle della Turchia di \$0,3 miliardi dopo un calo di \$0,4 miliardi e quelle della Jugoslavia di \$0,2 miliardi dopo una perdita di \$0,8 miliardi nel 1982.

Nell'ambito dei PVS non OPEC, malgrado le difficoltà di finanziamento esterno incontrate da molti paesi, le riserve totali non auree, che nei tre anni precedenti non avevano complessivamente subito alcun aumento, sono cresciute di \$8,4 miliardi nel 1983. L'intero incremento ha rappresentato aumenti delle riserve in valuta. Esso si è in gran parte concentrato in un limitato numero di paesi asiatici

Rapporto fra riserve non auree e importazioni di beni per alcuni gruppi di paesi; 1969-1983



che non avevano passività nette nei confronti del sistema bancario internazionale. Le riserve della Cina sono aumentate di \$3,5 miliardi, quelle di Taiwan di \$3,3 miliardi, quelle del Pakistan e dell'India di \$1 e 0,6 miliardi rispettivamente. Le Filippine, per contro, hanno registrato una perdita di \$0,9 miliardi, pari ad oltre la metà delle proprie riserve. La variazione più notevole è costituita senza dubbio dall'aumento di \$3,1 miliardi delle riserve del Messico, che ha recuperato le perdite subite durante la crisi del 1982. Fra gli altri paesi dell'America Latina, il Brasile e il Cile hanno registrato modesti incrementi nelle proprie riserve, mentre la Colombia e l'Argentina hanno segnato una flessione di \$2 e 1,3 miliardi rispettivamente.

L'anno scorso il rapporto tra riserve e importazioni dei PVS non OPEC è migliorato sia in Asia che in America Latina, sebbene per ragioni diverse. In Asia, area per la quale il rapporto è salito dal 25 a quasi il 30%, il miglioramento è dovuto principalmente ad acquisizioni nette di riserve. In America Latina, sebbene in generale la situazione in termini di liquidità internazionale abbia continuato ad essere molto tesa, il rapporto tra riserve e importazioni è cresciuto in misura molto maggiore nel corso del 1983, dal 21,8% a più del 30%. Tuttavia, a parte il notevole incremento delle riserve del Messico, questo miglioramento è la conseguenza di ulteriori diminuzioni nelle importazioni a livelli che non saranno sostenibili nel più

Rapporto fra riserve non auree e indebitamento esterno verso le banche
per alcuni gruppi di paesi; 1978-1983¹

Gruppi	Rapporto tra riserve e passività fino a un anno	Rapporto tra riserve e passività complessive
	a fine periodo, in percentuale	
Paesi sviluppati esterni all'area dichiarante BRI		
1978	89,1	36,5
1979	92,8	35,0
1980	83,7	31,8
1981	66,3	26,5
1982	59,1	23,9
1983 Giugno	53,0	21,4
Paesi in via di sviluppo non OPEC²		
1978	109,2	45,6
1979	96,7	41,2
1980	68,3	32,0
1981	56,7	26,7
1982	48,9	22,8
1983 Giugno	53,7	24,6
<i>di cui:</i>		
<i>America Latina</i>		
1978	85,2	31,1
1979	76,6	29,4
1980	47,6	20,9
1981	35,3	15,5
1982	20,5	9,0
1983 Giugno	21,8	9,5
<i>altri paesi in via di sviluppo non OPEC</i>		
1978	140,7	72,4
1979	124,2	62,1
1980	101,1	53,0
1981	92,1	48,8
1982	96,7	49,6
1983 Giugno	108,5	54,3

¹ Passività verso le banche dichiaranti alla BRI.

² Ad esclusione dei centri offshore.

lungo periodo. Un indicatore più significativo della posizione di liquidità internazionale in America Latina è fornito dal rapporto fra le riserve e il debito esterno; nella maggior parte dei paesi latino-americani questo rapporto si è mantenuto molto basso nel 1983, malgrado il loro ridotto accesso al credito bancario internazionale.

Nel 1983 le riserve non auree dichiarate dei paesi OPEC sono ulteriormente diminuite (di \$5,5 miliardi), dopo le perdite per \$10,7 miliardi subite nel 1982. Tuttavia, i dati sulle riserve in valuta dei paesi OPEC sono incompleti, poiché le ultime cifre disponibili per l'Iran e l'Irak risalgono rispettivamente al 1980 e al 1977. Il disavanzo aggregato delle partite correnti dei paesi OPEC si è ampliato solo di poco nel corso del 1983, ma la sua distribuzione geografica è cambiata considerevolmente. Il saldo corrente dei paesi a bassa capacità d'importazione è passato dall'eccedenza al disavanzo, mentre il deficit dei paesi ad alta capacità d'importazione è stato ridotto grazie ai provvedimenti di aggiustamento interno. Poiché, comunque, i paesi a bassa capacità d'importazione non hanno avuto difficoltà ad ottenere nuovi fondi dal sistema bancario internazionale, il peggioramento del loro saldo delle partite correnti si è riflesso solo in parte in variazioni delle riserve.

Fra i paesi a bassa capacità d'importazione, le riserve non auree dell'Arabia Saudita sono diminuite nel 1983 di \$2,3 miliardi, ossia di un importo leggermente inferiore a quello dell'anno precedente. In Kuwait, tuttavia, le riserve non auree sono calate di \$0,7 miliardi, dopo essere aumentate di \$1,8 miliardi nel 1982. Il miglioramento dei disavanzi correnti dei paesi OPEC ad alta capacità d'importazione ha fatto sì che nel 1983 la riduzione delle riserve fosse inferiore a quella del 1982. In Nigeria e Algeria le perdite di riserve diverse dall'oro fra i due anni sono passate rispettivamente da \$2,3 e 1,3 miliardi a solo \$0,6 e 0,5 miliardi. L'Indonesia e il Venezuela, che avevano registrato una contrazione delle proprie riserve di \$1,9 e 1,6 miliardi nel 1982, l'anno scorso le hanno incrementate di \$0,6 e 1 miliardo.

Per quel che riguarda *la distribuzione delle riserve in valuta* per mercati e per monete, le disponibilità ufficiali estere identificate di dollari negli Stati Uniti sono aumentate di \$6,4 miliardi nel corso del 1983, mentre le riserve valutarie detenute sul mercato delle eurovalute e sui mercati nazionali al di fuori degli Stati Uniti hanno mostrato complessivamente un'ulteriore flessione di \$7,2 miliardi. Tuttavia la diminuzione delle disponibilità ufficiali in valuta estera detenute all'esterno degli Stati Uniti è continuata solo fino a metà anno. I depositi ufficiali in eurovalute, in particolare, dopo una contrazione di \$10,5 miliardi nella prima metà del 1983 — che ha portato la loro diminuzione cumulativa dalla fine del 1980 a \$52,7 miliardi, ovvero a più del 40% — sono infatti aumentati di \$4,6 miliardi nella seconda metà dell'anno. Anche il calo di \$1,3 miliardi delle riserve valutarie detenute sui mercati nazionali al di fuori degli Stati Uniti ha avuto luogo quasi interamente nella prima metà dell'anno. La ragione principale dell'inversione di tendenza è probabilmente da ricercarsi nel comportamento dei fondi OPEC. Nel primo semestre del 1983 i depositi OPEC (sia ufficiali che privati) presso le banche al di fuori degli Stati Uniti erano diminuiti di \$16,2 miliardi, mentre nella seconda metà dell'anno la contrazione si è praticamente arrestata. Un'altra ragione è che nel secondo semestre del 1983 gli incrementi nelle riserve dei paesi importatori di petrolio sono stati molto più ampi che nella prima parte dell'anno.

La struttura degli impieghi delle riserve valutarie; 1981-83.

Voci	Flussi				Consistenze a fine 1983
	1981	1982	1° semestre 1983	2° semestre 1983	
miliardi di dollari USA					
1. Depositi presso banche nei paesi europei ¹ , in Canada e in Giappone:					
a) sui mercati nazionali	- 1,4	- 3,8	- 1,2	- 0,1	10,9
marchi tedeschi	- 1,6	- 0,8	- 0,4	- 0,5	1,5
franchi svizzeri	1,1	- 1,3	- 0,4	-	1,0
yen	0,8	- 0,4	- 0,5	0,2	4,7
sterline	- 0,9	- 0,1	0,2	0,2	2,2
franchi francesi	- 0,8	- 0,2	0,1	- 0,1	0,5
altre monete	-	- 1,0	- 0,2	0,1	1,0
b) sugli euromercati	-17,6	-24,6	-10,5	4,6	74,3
dollari	- 8,7	-12,3	-11,0	2,6	50,5
marchi tedeschi	- 5,4	- 6,9	0,5	1,5	13,9
franchi svizzeri	- 1,1	- 3,0	- 0,4	- 0,1	3,6
yen	-	- 0,8	0,6	0,8	2,5
sterline	- 1,1	- 0,6	0,2	- 0,3	0,4
franchi francesi	- 0,8	- 1,4	-	- 0,1	0,3
altre monete	- 0,5	0,4	- 0,4	0,2	3,1
2. Depositi presso alcune filiali offshore di banche USA ²	- 0,6	- 1,8	- 0,1	0,2	3,3
Totale 1+2	-19,6	-30,2	-11,8	4,7	88,5
di cui: dollari	- 9,2	-14,0	-10,9	2,9	53,4
altre monete	-10,4	-16,2	- 0,9	1,8	35,1
3. Riserve valutarie identificate detenute negli Stati Uniti (passività USA dichiarate verso istituzioni ufficiali estere) esclusi i dollari oggetto di swap contro ECU	4,9	2,8	1,8	4,6	163,6
4. Altri	- 0,3	5,6	1,0	3,4	27,4
Totale riserve valutarie	-15,0	-21,8	- 9,0	12,7	279,5

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

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

² Nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore.

Il ritiro di fondi ufficiali dall'euromercato ha influenzato soltanto i depositi in dollari (-\$ 8,4 miliardi), mentre le consistenze degli eurodepositi in altre valute sono aumentate di \$ 2,5 miliardi in termini di dollari correnti, ovvero di circa \$ 5 miliardi se misurate a tassi di cambio costanti. Inoltre, la maggior parte della diminuzione dei depositi ufficiali sui mercati nazionali al di fuori degli Stati Uniti è attribuibile all'apprezzamento registrato lo scorso anno dal dollaro nei confronti delle altre valute. Contrariamente a quanto si era verificato nei due anni precedenti, pertanto, le variazioni nella composizione per monete delle riserve valutarie occorse nel 1983 non sembrano essersi sommate alle pressioni al rialzo sul dollaro. L'aumento degli impieghi ufficiali sull'euromercato in valute diverse dal dollaro si è limitato ai depositi in euromarchi (cresciuti di quasi \$ 4 miliardi in termini di dollari costanti) e in euroyen (\$ 1,3 miliardi).

Esaminando la situazione della liquidità internazionale quale si presentava nella primavera del 1984, a grandi linee si possono distinguere tre gruppi di paesi.

Il primo gruppo comprende alcuni paesi industriali nonché i paesi OPEC a bassa capacità d'importazione. La situazione di questi paesi in termini di liquidità internazionale è soddisfacente: le loro riserve ufficiali sono al momento più che sufficienti, la loro affidabilità di credito a livello internazionale è molto elevata e le loro passività liquide verso l'estero non danno adito a problemi, anche se queste passività sono un fattore che deve sempre essere tenuto presente dalle autorità dei paesi la cui moneta costituisce uno strumento secondario di riserva. All'estremità opposta si trova un gruppo di paesi, per lo più situati in America Latina e in Africa, la cui posizione in termini di liquidità internazionale è chiaramente inadeguata. Sia le loro riserve effettive sia la loro affidabilità di credito sui mercati internazionali sono a un livello molto basso, e i rispettivi rapporti riserve/importazioni e riserve/debito si presentano sfavorevoli. In posizione intermedia tra questi due gruppi si trovano i paesi rimanenti. In molti di questi il rapporto tra riserve e debito è attualmente basso secondo i parametri storici; ma la loro affidabilità di credito non è compromessa, cosicché la loro attuale posizione di liquidità può essere considerata adeguata, anche se alcuni di questi paesi sono potenzialmente esposti ad ulteriori aumenti del proprio indebitamento verso l'estero.

In tali circostanze il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti USA sta accrescendo in misura considerevole, di trimestre in trimestre, i crediti netti, per lo più in forma liquida, del resto del mondo nei confronti degli Stati Uniti. Finora il disavanzo USA non ha prodotto un forte incremento delle riserve ufficiali mondiali, in quanto è stato finanziato essenzialmente da afflussi di capitali privati. Se il volume dei flussi privati di fondi verso gli Stati Uniti diminuisse, o addirittura cambiasse di segno, si produrrebbero *ipso facto* considerevoli aumenti nelle riserve ufficiali del resto del mondo. In primo luogo, gli interventi sui mercati dei cambi farebbero accrescere le riserve in dollari dei paesi industriali, incluse quelle dei centri di riserva secondari; e, in secondo luogo, aumenterebbe la liquidità del sistema bancario internazionale, con la probabilità di incrementi nelle riserve di alcuni paesi la cui capacità di indebitarsi ulteriormente rimane impregiudicata. Per contro, gli effetti del disavanzo USA sulla situazione della liquidità dei paesi indebitati più fortemente e che hanno difficoltà di accesso al nuovo credito bancario saranno limitati. Qualsiasi miglioramento significativo della loro posizione di liquidità dovrà provenire da un ristabilimento di situazioni sostenibili di bilancia dei pagamenti e da un recupero della loro affidabilità di credito a livello internazionale.

VIII. L'ATTIVITA' DELLA BANCA

1. L'assistenza finanziaria alle banche centrali

La Relazione dello scorso anno ha trattato dell'assistenza finanziaria di ampiezza senza precedenti che, come è stato ampiamente reso noto, la BRI ha fornito ad un certo numero di banche centrali. Durante l'esercizio trascorso vi è stata una notevole riduzione di tale tipo di attività, e alla fine di novembre tutti i crediti cui si era fatta menzione lo scorso anno erano stati rimborsati. E' opportuno rammentare che tali linee di credito erano state tutte accordate con il sostegno di diverse banche centrali, al fine esplicito di fornire crediti di prefinanziamento ad alcune banche centrali poste di fronte a gravi problemi di liquidità in quella che si potrebbe definire la prima fase acuta della crisi debitoria internazionale.

Il sommario che segue si propone pertanto di completare quanto riferito nella Relazione dello scorso anno circa questo settore di attività della Banca. Esso si limita alle linee di credito speciali comportanti la cooperazione di un certo numero di banche centrali, e non fa riferimento alle operazioni di prestito più ordinarie che la Banca effettua a proprio nome e rischio e alle quali di norma non viene praticamente data alcuna pubblicità.

Nell'agosto 1982 la Banca del Messico aveva ottenuto una linea di credito di \$ USA 925 milioni, erogabile in tre *tranches* successive, parallelamente ad un credito di ammontare analogo fornito direttamente dalle autorità monetarie degli Stati Uniti; in tale operazione la BRI ha avuto il sostegno di un ampio numero di banche centrali. Le politiche poste in atto dalle autorità messicane nel quadro del programma di stabilizzazione elaborato in stretta collaborazione con il FMI hanno contribuito ad un nettissimo miglioramento della bilancia commerciale del Messico, che ha portato quest'ultima ad una posizione eccedentaria. Questa evoluzione, unitamente alla disponibilità di nuovi mezzi forniti dal FMI, ha incrementato la liquidità esterna della Banca del Messico in misura tale da porre quest'ultima in grado di effettuare senza difficoltà dapprima un modesto rimborso anticipato alla BRI, e quindi di regolare la parte restante del debito contratto alla scadenza dovuta, nell'agosto 1983.

Il credito di prefinanziamento a favore della Banca Centrale del Brasile era ammontato a \$ USA 1.450 milioni, ed aveva parimenti beneficiato del sostegno di un ampio numero di banche centrali e delle autorità monetarie degli Stati Uniti. I primi rimborsi ebbero luogo prima della fine del precedente esercizio finanziario della Banca. Tuttavia, in seguito al mancato raggiungimento degli obiettivi posti al Brasile dal FMI e alla conseguente sospensione dell'erogazione di credito da parte del Fondo, la Banca Centrale brasiliana notificava alla BRI che non sarebbe stata in grado di pagare alle scadenze previste talune delle successive rate di rimborso. Considerando la difficoltà di fissare nuovi termini di scadenza mentre erano in corso le negoziazioni fra le autorità brasiliane ed il FMI, ma non volendo al tempo stesso condiscendere formalmente ad una dilazione indefinita degli impegni di rimborso della Banca Centrale, la BRI decideva che, pur senza accordare alcuna proroga ufficiale delle scadenze, non avrebbe richiesto alle banche centrali partecipanti

all'accordo di prestito di dare attuazione alle garanzie da esse prestate. Tale decisione teneva conto delle informazioni incoraggianti provenienti dal FMI circa i progressi compiuti dalle negoziazioni con le autorità brasiliane. A fine novembre, data originariamente fissata per la scadenza dell'ultima rata di rimborso, tali negoziazioni si erano concluse, cosicché il FMI ha potuto riprendere l'erogazione di fondi al Brasile. La Banca Centrale del Brasile è stata pertanto in grado di completare il rimborso del credito di prefinanziamento della BRI alla scadenza finale convenuta, malgrado le difficoltà incontrate durante l'esistenza del credito medesimo nel far fronte agli impegni di rimborso alle singole scadenze.

La linea di credito di \$USA 500 milioni a favore della Banca Nazionale di Jugoslavia era anch'essa assistita dalla garanzia di un gruppo di banche centrali e delle autorità monetarie degli Stati Uniti. Una prima parte di \$USA 300 milioni è stata erogata alquanto speditamente; tuttavia, le condizioni che avrebbero permesso l'erogazione dei restanti \$USA 200 milioni non hanno potuto essere soddisfatte prima della metà di settembre, allorché sono stati risolti i problemi connessi alle clausole negative di pegno sull'oro da costituire in garanzia. La combinazione di un programma intragovernativo di assistenza finanziaria e dell'erogazione di fondi da parte del FMI ha consentito alla Banca Nazionale di Jugoslavia di completare il rimborso del credito alla metà di novembre.

Il fatto che tutte le linee speciali di credito concordate nel 1982-83 sono venute a scadenza senza essere utilizzate (nel caso dell'Argentina) oppure sono state rimborsate durante l'anno civile 1983 non significa ovviamente che siano stati risolti i problemi del debito internazionale, né che sia venuto meno l'interesse della BRI a tale riguardo. Esso indica tuttavia che non vi è stata più la necessità del tipo di assistenza di emergenza che ha caratterizzato gli interventi della Banca. Come delineato nelle Conclusioni di questa Relazione, devono essere ricercate soluzioni che siano atte ad instaurare la fiducia nella capacità di sviluppo nel lungo periodo delle economie dei paesi debitori, e che comportino l'erogazione di crediti con scadenze adeguate. La BRI non è il tramite appropriato per la realizzazione di tali obiettivi; in particolare, poiché le sue risorse rappresentano un elemento essenzialmente liquido delle riserve delle banche centrali, esse non possono essere immobilizzate in crediti a medio-lungo termine. Entro certi limiti, tuttavia, e nell'ambito di adeguate garanzie, la Banca può svolgere un ruolo indiretto aiutando il FMI ad assolvere la sua funzione di promuovere l'aggiustamento e di fornire un sostegno finanziario ai programmi di stabilizzazione.

In tale contesto si può rammentare che nel 1981, nel quadro di un più vasto programma di finanziamento a favore del FMI, la BRI - con il sostegno di dieci banche centrali - mise a disposizione del Fondo un credito *stand-by* dell'ammontare di DSP 675 milioni. Tale linea di credito era concepita al fine di aiutare il FMI a superare un'eventuale temporanea carenza di risorse finanziarie, in vista dell'attuazione dell'Ottava Revisione Generale delle quote. La linea è stata utilizzata integralmente; tutti i prelievi dovranno essere rimborsati entro il gennaio 1985.

La prospettiva di un consistente incremento nell'erogazione di credito da parte del FMI nel quadro della sua politica di "accesso allargato" - in base alla quale le risorse proprie del Fondo sono integrate da fondi mutuati - aveva ampliato il divario fra l'ammontare dei prestiti che il Fondo prevede di accordare e le risorse mutate a sua disposizione. Al fine di colmare tale divario fra impegni e risorse il FMI ha

nuovamente fatto ricorso al credito delle autorità monetarie. Ancora una volta la BRI è stata non soltanto il punto d'incontro nella cooperazione fra le banche centrali dei paesi industriali, ma anche la controparte istituzionale del Fondo in un importante accordo di prestito. Diciassette banche centrali si sono associate con la BRI nella concessione di una linea di credito di DSP 2.505 milioni, mentre le autorità monetarie di altri due paesi forniscono DSP 495 milioni su base bilaterale, per un totale quindi di DSP 3 miliardi, cui corrisponde un impegno analogo da parte della "Saudi Arabian Monetary Agency". Il Fondo può effettuare prelievi sulla linea di credito BRI nell'arco dei dodici mesi decorrenti dal 30 aprile 1984; tutti i prelievi dovranno essere rimborsati entro due anni e mezzo dalla data della loro effettuazione.

2. 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, 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. Il Comitato permanente sull'euromercato, in conformità dell'incarico conferitogli nel 1980 dai Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci, ha continuato a seguire sistematicamente gli sviluppi dell'attività bancaria internazionale. La Banca ha altresì continuato a raccogliere, analizzare e distribuire dati statistici concernenti gli sviluppi dell'attività bancaria internazionale e a mettere 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 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 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.

La Banca ha inoltre fornito ulteriormente 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 la composizione di questo gruppo è variata a seconda delle materie in discussione: per la trattazione di questioni attinenti, ad esempio, al Sistema monetario europeo (SME) essa è stata limitata ai rappresentanti dei paesi comunitari, mentre in altre occasioni è stata estesa ad altri paesi industriali, tra cui Canada, Giappone, Norvegia, Stati Uniti, Svezia e Svizzera); un gruppo incaricato di esaminare periodicamente le politiche monetarie perseguite dai paesi membri e il loro coordinamento a livello comunitario, nonché di effettuare studi *ad hoc* su particolari questioni (ad esempio, nel 1983 le implicazioni di politica economica dell'andamento della finanza pubblica nei paesi comunitari).

Come negli anni precedenti, nel 1983-84 tali comitati e gruppi hanno tenuto numerose riunioni, 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, strettamente connesse e complementari, 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, prevalentemente per i Ministri delle finanze dei paesi della CEE o per la Commissione delle Comunità europee.

Durante l'esercizio finanziario 1983-84 una parte importante dell'attività del Comitato dei governatori e, di conseguenza, dei suoi sottocomitati e gruppi di esperti ha riguardato la gestione dello SME, istituito il 13 marzo 1979. I principali compiti sono stati i seguenti:

- assicurare la corretta applicazione degli accordi che regolano il Sistema;
- esaminare, successivamente al riallineamento delle parità centrali nel marzo 1983, taluni aspetti del funzionamento del Sistema, e in particolare le tecniche di intervento e le procedure di riallineamento;
- 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.

Inoltre, nel marzo del 1984 il Comitato dei Governatori ha partecipato alla stesura di una valutazione dei primi cinque anni di esistenza dello SME ed ha intrapreso uno studio delle questioni poste dall'attività delle banche centrali della CEE sui mercati delle operazioni private in ECU.

Il Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci, per il quale la Banca ha continuato a fornire i servizi di Segretariato, ha dedicato una parte notevole della propria attività allo studio dei sistemi di telecomunicazione specializzati nella trasmissione di messaggi finanziari e di pagamento. Particolare attenzione è stata data all'individuazione e all'esame dei problemi di sicurezza e di compatibilità che potrebbe comportare la diffusione di questo tipo di sistemi nel settore bancario. Il Gruppo ha iniziato anche ad esaminare le implicazioni per le banche centrali dell'impiego sempre più diffuso di procedure elettroniche decentralizzate.

La Banca ha anche fornito i servizi di Segretariato per il Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento. Nell'anno sotto rassegna questo Gruppo ha proseguito il proprio lavoro in due direzioni. Anzitutto, esso ha preso una serie di misure per promuovere lo scambio tra le banche centrali delle informazioni più rilevanti sull'evoluzione attualmente in atto nella maggior parte dei paesi del Gruppo dei Dieci nel campo degli strumenti e dei sistemi di pagamento. In secondo luogo, ha intrapreso un'analisi delle relazioni interbancarie in materia di pagamenti, dedicando particolare attenzione, in un primo tempo, alla questione dei rischi. Infine, il Gruppo ha iniziato la revisione del manuale sui "Sistemi di pagamento in undici paesi sviluppati".

Lo scorso anno le banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci hanno compiuto ulteriori progressi nell'ampliare la segnalazione delle serie statistiche alla banca dei dati della BRI. Oltre ad un sostanziale aumento dei dati macroeconomici, si sono compiuti ulteriori progressi verso la trasmissione automatizzata di dati concernenti l'euromercato. Sotto la guida di un Gruppo di esperti delle banche centrali sulle questioni relative alla banca dei dati monetari ed economici - per il quale la BRI svolge le funzioni di Segretariato - si sta attualmente procedendo ad un esame delle procedure particolari per la trasmissione dei dati attraverso i collegamenti in telecomunicazione con il centro elettronico della BRI. In vista della piena operatività della banca dei dati, è stata dedicata particolare attenzione alle questioni relative alla tempestività e al controllo di qualità delle trasmissioni dei dati, le quali rappresentano due dei principali problemi connessi alla realizzazione di un efficiente servizio per le banche centrali partecipanti.

3. Operazioni del Dipartimento bancario

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1984, 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 1984	
ammontava a	F. oro 21.276.333.080
contro, al 31 marzo 1983,	F. oro 20.357.855.817
Si è pertanto registrato un aumento di	F. oro 918.477.263

Senza il deprezzamento in termini di franchi oro della maggior parte delle monete diverse dal dollaro USA l'aumento sarebbe stato leggermente maggiore.

Nel corso dell'esercizio, il totale di bilancio si è mantenuto molto stabile, oscillando generalmente tra 21 e 22 miliardi di franchi oro. Esso ha tuttavia raggiunto un livello massimo di 22.568 milioni di franchi oro il 31 dicembre 1983 ed è sceso al livello minimo di 20.868 milioni il 31 gennaio 1984. Prescindendo dalla

* Il franco oro (abbreviato F. 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 1,941 49 ...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

forte flessione registrata tra queste due date, le variazioni mensili sono state modeste. Sul totale di bilancio la quota delle risorse in valute (escludendo cioè quelle in oro) è leggermente aumentata, passando dal 74,6% alla fine del precedente esercizio al 76,4%.

Come mostra la tabella seguente, le variazioni nei totali di bilancio risultanti alla chiusura dei tre precedenti esercizi finanziari (1982-84) sono state modeste, mentre nel 1980 e 1981 i movimenti erano stati molto più netti.

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 oro		percentuali
1980	24.409	+ 5.308	+ 28
1981	19.726	- 4.683	- 19
1982	19.057	- 669	- 3
1983	20.358	+ 1.301	+ 7
1984	21.276	+ 918	+ 5

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, di cui al successivo paragrafo 6;
- 4) l'oro in custodia presso la Banca per conto di vari depositanti, che alla fine dell'esercizio ammontava all'equivalente di 1.232 milioni di franchi oro, rispetto a 1.641 milioni al 31 marzo 1983 (con una riduzione di 409 milioni) e a 1.290 milioni di franchi oro al 31 marzo 1982.

PASSIVO (COMPOSIZIONE DELLE RISORSE)

**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 oro			
1980	887	23.239	283	24.409
1981	937	18.539	250	19.726
1982	987	17.778	292	19.057
1983	1.037	18.987	334	20.358
1984	1.088	19.805	383	21.276

A. Capitale, riserve e passività diverse

a) Capitale versato F. oro 295.703.125

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

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. oro 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 1983-84 F. oro 477.552.793

contro 457,2 milioni di franchi oro al 31 marzo 1983; la differenza di 20,4 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* F. oro 21.530.055

L'ammontare di questo Fondo è rimasto invariato dalla fine dell'esercizio finanziario 1981-82.

4) *Fondo di riserva libero*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1983-84 F. oro 263.330.236

contro 232,7 milioni di franchi oro al 31 marzo 1983; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è di 30,6 milioni di franchi oro.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1983-84 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F. oro 792.483.397

contro 741,5 milioni di franchi oro all'inizio dell'esercizio, con un aumento di 51 milioni, che rappresenta i trasferimenti dall'utile, a fronte di 50 milioni portati in conto riserve alla fine di ciascuno dei tre precedenti esercizi finanziari.

c) Partite varie F. oro 366.213.911

rispetto a 317,8 milioni di franchi oro al 31 marzo 1983, con un aumento di 48,4 milioni.

d) Conto profitti e perdite, *prima* della ripartizione F. oro 67.492.877

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1983-84.

I particolari delle proposte di ripartizione dell'utile netto, in conformità delle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, sono riportati nella Sezione 4 di questo capitolo. In particolare, è previsto che un importo di 16.492.877 franchi oro, che appare dal lato del passivo del Bilancio (rispetto a 15.826.173 franchi oro nel precedente esercizio) sia accantonato a fronte del dividendo di 145 franchi svizzeri per azione pagabile il 1° luglio 1984; nel 1983 l'importo del dividendo pagato è stato di 135 franchi svizzeri per azione.

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
	1983	1984	
milioni di franchi oro			
Depositi di banche centrali	18.474	19.178	+ 704
Depositi di altri depositanti	513	627	+ 114
Totale	18.987	19.805	+ 818

L'aumento delle risorse ha rispecchiato l'afflusso di nuovi depositi sia di banche centrali sia di altri depositanti. L'incremento dei depositi di banche centrali rappresenta la differenza tra gli afflussi netti di valuta e una flessione dei depositi in oro. L'espansione nei depositi di altri depositanti è derivata dall'afflusso di nuovi fondi dalle organizzazioni internazionali, mentre sono stati rimborsati fondi a breve termine mutuati sul mercato. Al termine dell'esercizio precedente i fondi mutuati sul mercato avevano costituito una parte relativamente ampia delle risorse ricevute da altri depositanti.

Alla chiusura dell'esercizio trascorso i depositi di banche centrali rappresentavano il 96,8% delle risorse totali, a fronte del 97,3% al 31 marzo 1983.

I depositi a vista, sia in oro sia in valuta, sono diminuiti, mentre hanno registrato una sostanziale crescita i depositi vincolati in valuta, e in particolare quelli

BRI: Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne

Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valuta			Totale		
	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1983	1984		1983	1984		1983	1984	
milioni di franchi oro									
A vista	4.355	4.225	- 130	1.096	346	- 750	5.451	4.571	- 880
Fino a tre mesi	145	141	- 4	12.049	13.679	+ 1.630	12.194	13.820	+ 1.626
Ad oltre tre mesi	-	-	-	1.342	1.414	+ 72	1.342	1.414	+ 72
Totale	4.500	4.366	- 134	14.487	15.439	+ 952	18.987	19.805	+ 818

con durata residua non superiore ai tre mesi. In effetti è stato l'aumento in questa categoria di depositi che ha contribuito all'espansione complessiva delle risorse esterne.

Dagli andamenti relativi alle varie poste riportate nella precedente tabella si può notare che alla fine dell'esercizio finanziario 1983-84

- la quota dei depositi in oro sul totale delle risorse era del 22%, rispetto al 23,7% dell'esercizio precedente, mentre quella dei depositi in valuta ammontava al 78% rispetto al 76,3%;
- i depositi a vista raggiungevano il 23,1% del totale dei fondi mutuati, rispetto al 28,7% dell'esercizio precedente, e quelli vincolati il 76,9% a fronte del 71,3%.

a) Depositi in oro F. oro 4.366.219.991

Vi è stata una flessione relativamente forte nei depositi a vista ed un calo molto meno pronunciato nei depositi vincolati.

b) Depositi in valuta F. oro 15.439.219.779

Questa posta è aumentata di 952 milioni di franchi oro, cioè del 6,6%, rispetto al 10,7% nel precedente esercizio finanziario.

Come dianzi menzionato, l'ulteriore espansione è integralmente dovuta all'aumento nei depositi vincolati. I depositi a vista, che avevano registrato un apprezzabile incremento alla fine dell'esercizio finanziario 1982-83, hanno subito un considerevole calo durante il passato esercizio.

ATTIVO (IMPIEGO DELLE RISORSE)

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

BRI: Composizione delle attività a vista e di altri impieghi

Tipi di attività	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo				Variazione	
	1983		1984			
	milioni di franchi oro					
Attività a vista						
Oro	5.184		5.049		- 135	
Valute	17	5.201	11	5.060	- 6	- 141
Buoni del Tesoro						
Valute		474		757		+ 283
Depositi vincolati ed anticipazioni						
Oro	21		19		- 2	
Valute	12.751	12.772	13.513	13.532	+ 762	+ 760
Altri titoli						
Valute		1.884		1.909		+ 25
Totale						
Oro	5.205		5.068		- 137	
Valute	15.126	20.331	16.190	21.258	+ 1.064	+ 927

a) Oro F. oro 5.049.253.599

Questa posta ha registrato una flessione di 135 milioni di franchi oro. La variazione va integralmente ascritta ad una riduzione dei fondi detenuti in conti a vista. Alcuni collocamenti di oro sul mercato sono stati rimborsati.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F. oro 10.911.458
rispetto a 16,5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1983.

c) Buoni del Tesoro F. oro 756.966.277

Queste disponibilità sono aumentate di 283 milioni di franchi oro soprattutto per l'acquisto di buoni del Tesoro degli Stati Uniti.

d) Depositi vincolati ed anticipazioni F. oro 13.532.492.317
rispetto a 12.772 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio finanziario, con un aumento di 760 milioni.

Mentre nel precedente esercizio finanziario vi era stato un eccezionale incremento dei crediti accordati a varie banche centrali, nell'esercizio passato si è registrata una notevole flessione. Infatti, come menzionato all'inizio del presente capitolo, i principali crediti accordati dalla Banca sono stati rimborsati in corso d'esercizio.

e) Altri titoli F. oro 1.908.883.064

con un leggero incremento rispetto a 1.884 milioni di franchi oro al 31 marzo 1983.

La composizione di questo portafoglio ha tuttavia registrato diversi cambiamenti, e in particolare un aumento nel volume di titoli del Tesoro USA e una riduzione nella consistenza dei certificati di deposito emessi da banche situate negli Stati Uniti e di obbligazioni del settore pubblico.

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

BRI: "Depositi vincolati e anticipazioni" e "Altri titoli",
suddivisi in base alla vita residua

Vita residua	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1983	1984	
	milioni di franchi oro		
Fino a tre mesi	11.275	12.521	+ 1.246
Ad oltre tre mesi	3.381	2.920	- 461
Totale	14.656	15.441	+ 785

Queste due categorie di impieghi hanno avuto un'evoluzione analoga a quella registrata nel precedente esercizio finanziario, ossia un aumento degli impieghi in scadenza entro tre mesi e una flessione di quelli a più lungo termine.

Questi movimenti hanno rispecchiato le variazioni nelle scadenze sia dei "Depositi vincolati e anticipazioni" sia di "Altri titoli".

A fine esercizio le operazioni fino a tre mesi ammontavano all'81,1% del totale, rispetto al 76,9% alla fine dell'esercizio 1982-83, e quelle a più lungo termine al 18,9% rispetto al 23,1%.

f) Partite varie F. oro 17.826.364

rispetto a 26,5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1983. La flessione, sensibilmente inferiore a quella registrata nel 1983, è nuovamente dovuta a varie rettifiche contabili.

Operazioni a termine in oro

Queste operazioni, il cui volume è indicato nella nota 2 in calce al Bilancio, hanno registrato un saldo negativo di F. oro 40.251.531 rispetto ad un saldo negativo di 43 milioni all'inizio dell'esercizio finanziario.

La leggera differenza va attribuita soprattutto alla scadenza di operazioni stipulate con banche centrali sotto forma di riporti in oro (ricevuto a pronti) contro valute.

4. Ripartizione dell'utile netto

I conti relativi al cinquantaquattresimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1984, presentano un risultato netto di gestione di 67.934.268 franchi oro a fronte di 66.643.810 franchi oro per l'esercizio finanziario precedente. Il miglioramento nel risultato di gestione nell'esercizio sotto rassegna riflette l'accresciuto volume dei fondi a disposizione della Banca per impieghi, mentre il rendimento sui mezzi propri detenuti in valuta è stato leggermente inferiore a quello del 1982-83.

Il risultato di gestione è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 15.354.329 franchi oro; il calo rispetto all'importo di 15.869.433 franchi oro dell'esercizio precedente riflette la flessione intervenuta durante l'anno nel valore in franchi oro del franco svizzero, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca. In termini di franchi svizzeri le spese complessive di amministrazione hanno di fatto segnato un modesto incremento.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 441.391 franchi oro allo "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione". A seguito del suddetto trasferimento, l'utile netto ammonta a 67.492.877 franchi oro, contro 65.826.173 franchi oro nel precedente esercizio finanziario. La ripartizione di tale ammontare 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 67.492.877 franchi oro nel modo seguente:

- 1) un importo di 16.492.877 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 145 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 20.400.000 franchi oro al Fondo di riserva generale;
- 3) un importo di 30.600.000 franchi oro, 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 1984 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1984.

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 1984, e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

5. 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

Durante l'esercizio finanziario 1983-84 gli importi ricevuti dalla Banca a fronte dell'unico prestito in essere - il Prestito Garantito al 5¼% (15° serie) 1961-86 del valore nominale di F. lux 100.000.000, corrispondente a 977.000 franchi oro al tasso di conversione applicabile alla fine di marzo 1984 - sono ammontati all'equivalente di circa 11.000 franchi oro in conto interessi e di circa 67.000 franchi oro per rimborsi; a fine esercizio l'ammontare dovuto in conto capitale si era pertanto ridotto all'equivalente di circa 144.000 franchi oro.

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.

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

La Banca ha continuato a svolgere le funzioni, assunte a partire dal 1° giugno 1973, di Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria. Questa istituzione fu creata il 6 aprile 1973 dagli stati membri della Comunità economica europea allo scopo di amministrare il sistema comunitario dei tassi di cambio (il cosiddetto "serpente") introdotto nell'aprile 1972, e le linee di credito reciproco già esistenti o istituite in connessione con il "serpente". Questa attività si è ampliata in seguito

all'attuazione, nel marzo e nell'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 dello SME; dall'altro, le funzioni relative all'esecuzione delle operazioni finanziarie connesse con l'attività creditizia della Comunità destinata al sostegno delle bilance dei pagamenti dei paesi membri della CEE.

- 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. Nel periodo dal 1° aprile 1983 al 31 marzo 1984 questi interventi sono ammontati complessivamente a oltre ECU 5 miliardi;
 - il regolamento 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 (eccettuata quella della Grecia che non partecipa allo SME), 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, innanzi tutto 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. Al 31 marzo 1984 il Fondo aveva emesso a questo titolo un totale di quasi ECU 52 miliardi, equivalenti a circa \$ USA 45 miliardi al tasso di cambio corrente a quella data;
 - 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, alle transazioni volontarie tra le banche centrali partecipanti allo SME e al pagamento di interessi

computati sulle posizioni nette in ECU delle banche centrali. Nel periodo sotto rassegna l'ammontare lordo di questi trasferimenti è stato di quasi ECU 3 miliardi.

- c) La Banca registra nella contabilità del Fondo le operazioni effettuate in connessione con l'accordo di sostegno monetario a breve termine. Questa linea di credito, istituita nel febbraio 1970, non è stata più attivata dal 1974, allorché vi fece ricorso la Banca d'Italia.
- 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 e nel marzo 1981, la Banca è principalmente responsabile delle seguenti mansioni:
- esecuzione dei pagamenti connessi con le operazioni finanziarie attive e passive per mezzo dei conti che il Fondo ha aperto a suo nome presso la Banca; tali conti sono peraltro puramente di transito, in quanto le somme ricevute dal Fondo in base agli accordi di credito conclusi dalla Comunità vengono trasferite con la stessa data di valuta ai destinatari finali;
 - registrazione di tali operazioni finanziarie nei libri contabili del Fondo;
 - controllo delle scadenze stabilite dai contratti relativi alle operazioni finanziarie attive e passive per il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale;
 - comunicazione alla Commissione delle Comunità europee delle operazioni compiute per conto della CEE.

Durante l'esercizio finanziario 1983-84 la Banca, nella sua funzione di Agente del Fondo, ha ricevuto dalla Francia e dall'Italia, e trasferito ai creditori della Comunità, gli importi dovuti per interessi maturati e per commissioni sui prestiti in essere. La maggior parte dei prestiti collocati dalla Comunità economica europea nel 1976 e nel 1977 è stata rimborsata entro il 31 marzo 1984. Rispetto ad un totale di operazioni inizialmente ammontante a \$ USA 1,6 miliardi e DM 0,5 miliardi, il saldo in essere a quella data non superava \$ USA 300 milioni. Questo importo, che rappresentava la seconda *tranche* di un prestito di \$ USA 500 milioni (al 7,75%), è stato rimborsato dall'Italia il 1° giugno 1984.

In base alla decisione del Consiglio delle Comunità europee del 16 maggio 1983 e ai sensi del regolamento (CEE) n. 682/81 che adatta il meccanismo dei prestiti comunitari destinati al sostegno delle bilance dei pagamenti degli Stati membri, la Comunità ha concesso alla Repubblica di Francia un prestito dell'ammontare di ECU 4 miliardi ovvero l'equivalente in altre monete. Le quattro operazioni finanziarie connesse a questo prestito, effettuate nel corso di luglio e agosto del 1983, sono le seguenti:

1. Emissione pubblica di *notes* settimanali a tasso fluttuante (LIBOR + 1/8%) per l'ammontare di \$ USA 1.800 milioni.
2. Emissione pubblica di *notes* quadriennali al portatore, a tasso d'interesse fisso (11%) per l'ammontare di \$ USA 350 milioni.

3. Emissione pubblica di obbligazioni a tasso fisso, denominate in ECU, per un totale di ECU 150 milioni, ripartito in tre *tranches*:
 - ECU 80 milioni a quattro anni (11¼%);
 - ECU 40 milioni a sette anni (11¼%);
 - ECU 30 milioni a dieci anni (11½%).
4. Un prestito consorziale settennale erogato dalle banche a tasso d'interesse variabile (LIBOR + ¾%) per un totale complessivo di \$ USA 1.240 milioni in due rate (\$ USA 650 e 590 milioni).

A seguito delle operazioni effettuate in connessione al prestito comunitario per ECU 4 miliardi, al 31 marzo 1984 il totale delle operazioni finanziarie attive e passive in essere della Comunità, ai termini del regolamento del Consiglio (CEE) n. 397/75 e n. 682/81, ammontava a ECU 150 milioni e \$ USA 3.690 milioni, corrispondenti, con l'eccezione del summenzionato importo di \$ 300 milioni dovuto dall'Italia, alle operazioni per conto della Francia.

7. I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione

Il 1° luglio 1983 il Signor Robert Leigh-Pemberton è succeduto a Lord Richardson of Duntisbourne nella carica di Governatore della Banca d'Inghilterra, ed è divenuto membro di diritto del Consiglio in sua sostituzione.

Nella riunione del Consiglio tenuta il 12 luglio 1983 il Presidente ha annunciato che il Signor Leigh-Pemberton, avvalendosi delle disposizioni dell'articolo 27(2), aveva nominato Lord Richardson of Duntisbourne alla carica di Consigliere in sostituzione di Lord O'Brien of Lothbury che aveva lasciato l'incarico alla fine di giugno del 1983. Il Presidente ha altresì espresso il compiacimento di tutti i membri del Consiglio per la permanenza di Lord Richardson, già membro di diritto dal luglio 1973, in seno al Consiglio. La nomina di Lord Richardson, originariamente effettuata per il restante periodo del mandato di Lord O'Brien che giungeva a scadenza il 6 maggio 1984, è stata riconfermata dal Signor Leigh-Pemberton nella seduta di aprile, per un periodo di tre anni, in base all'articolo 27(2) dello Statuto.

Il mandato del Signor Bengt Dennis in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 31 marzo 1984, è stato rinnovato nel corso della riunione del Consiglio tenuta il 13 marzo 1984 per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 marzo 1987, in base all'articolo 27(3) dello Statuto.

* *
*

La Banca ha appreso con profondo cordoglio la notizia della scomparsa del Signor Emmanuel Monick, avvenuta il 23 dicembre 1983. Il Signor Monick aveva ricoperto le cariche di Governatore della Banca di Francia e di membro di diritto del Consiglio dall'ottobre 1944 al gennaio 1949.

CONCLUSIONI

La persistenza di elevati livelli di disoccupazione nella maggior parte dei paesi industriali e la situazione debitoria internazionale sono chiaramente i due maggiori problemi che si pongono oggi ai responsabili della politica economica. Questi due problemi hanno per molti aspetti origine diversa e richiedono pertanto azioni correttive specifiche. Ma li accomuna il fatto di costituire ambedue l'esito di sviluppi di lungo periodo e di non prestarsi quindi a terapie di rapido effetto. E una cosa è comunque certa: né l'uno né l'altro può trovare una soluzione duratura in assenza di una crescita economica moderata e costante nei paesi industriali dell'Occidente. Invero, senza tale crescita entrambi assumerebbero quasi sicuramente proporzioni incontrollabili.

L'elemento confortante emerso gradualmente nel corso dell'ultimo anno è che la ripresa economica è ormai solidamente avviata nella maggior parte dell'area OCSE. L'obiettivo essenziale della politica economica nei paesi industriali dell'Occidente dovrebbe essere ora quello di assicurare che questa ripresa evolva in una crescita durevole ed equilibrata. Ambedue gli attributi sono egualmente essenziali: non si dovrà permettere che la ripresa subisca un arresto prematuro; ma non si dovrà neppure permettere che essa si sviluppi in modi che, pur non conducendola necessariamente ad una fine precoce, potrebbero però farla sfociare in una recessione ancora più profonda e deleteria di quella da cui il mondo sta ora faticosamente riemergendo. Non bisogna farsi illusioni: le fluttuazioni del ciclo, con fasi espansive cui subentrano recessioni, rimangono una caratteristica dell'economia di mercato; ma non è affatto indifferente che la svolta recessiva giunga dopo un periodo di crescita protratto anziché breve, e che essa costituisca un'inevitabile, normale flessione congiunturale di durata relativamente breve, piuttosto che una crisi originata dal surriscaldamento dell'economia o, ancor peggio, di natura strutturale.

Affinché nessuna di queste due possibilità nefaste si verifichi è necessario tenere attentamente sotto controllo tre punti critici fra loro connessi. Anzitutto, la possibile reviviscenza delle spinte inflazionistiche; in secondo luogo, tutti quegli sviluppi che hanno avuto l'effetto di ostacolare la formazione di capitale delle imprese o di indirizzarla principalmente verso investimenti tesi a risparmiare manodopera; infine, il livello dei tassi d'interesse del dollaro, con le sue ripercussioni sulla crescita, sulle bilance dei pagamenti, sui tassi di cambio e sull'onere del debito verso l'estero. Il primo di questi punti critici è tale da destare preoccupazione pressoché in tutti i paesi; il secondo riveste in Europa un'importanza maggiore che negli Stati Uniti o in Giappone; il terzo, pur essendo anch'esso di portata generale, chiama direttamente in causa la responsabilità degli Stati Uniti.

Il tasso d'inflazione è calato sensibilmente nella maggior parte dei paesi industriali, con diminuzioni decisamente forti in alcuni di essi. Di conseguenza, in diversi casi esso si situa ora a livelli più bassi di quelli registrati nel primo anno della precedente ripresa ciclica e in molti paesi è sceso a valori che non hanno riscontro

fin dalla metà degli anni sessanta. La diminuzione pare tuttavia essersi arrestata e vi sono altresì indicazioni, dirette e indirette, che i tassi d'inflazione attesi sono rimasti più elevati dell'effettivo ritmo di crescita dei prezzi. Un'eventuale marcata riaccelerazione dell'inflazione metterebbe a repentaglio il proseguimento della ripresa sia direttamente, sia come conseguenza dei provvedimenti correttivi che essa renderebbe necessari. Sulla base dell'esperienza più volte confermata in passato, i responsabili della politica economica dovrebbero essere particolarmente attenti all'andamento dell'inflazione nell'attuale fase del ciclo economico, onde poter intervenire preventivamente, piuttosto che trovarsi nella necessità di intraprendere un'azione antinflazionistica in uno stadio più avanzato, con gli alti costi sociali che ciò inevitabilmente comporterebbe.

Una politica preventiva implica innanzi tutto il mantenimento dell'indirizzo monetario rigoroso che nel recente passato ha dato così buoni risultati nel rovesciare le tendenze inflazionistiche. Dato il normale aumento della velocità di circolazione della moneta durante la ripresa, le autorità monetarie non dovrebbero dare un peso eccessivo al bisogno di soddisfare la domanda addizionale di moneta derivante dalla crescita del prodotto reale. Nei paesi che adottano strategie basate sulla fissazione di obiettivi di espansione monetaria sembrerebbe pertanto tuttora giustificato un ulteriore graduale calo del tasso di crescita degli aggregati, nel quadro di un approccio di medio periodo. Una tale politica sottolineerebbe altresì la determinazione delle autorità a perseverare nella linea d'azione sinora seguita e potrebbe quindi esercitare un effetto di smorzamento sulle aspettative inflazionistiche.

Tuttavia ciò non è sufficiente. Fino ad epoca recente il processo di disinflazione in tutti i paesi industriali è stato favorito dall'andamento calante dei prezzi delle materie prime. Poiché questa tendenza si è arrestata, i paesi industriali in quanto gruppo dovranno fare affidamento ancor più che in passato sul contenimento degli impulsi inflazionistici endogeni. L'area critica, per questo aspetto, è il mercato del lavoro. A giudicare dall'esperienza, appare improbabile che esplicite politiche dei redditi possano risultare efficaci, eccetto che nel servire da parametro attraverso una moderazione degli incrementi retributivi del settore pubblico. L'indicizzazione dei salari dovrebbe essere abbandonata oppure attenuata; dove ciò è già avvenuto, ci si dovrà opporre ad una sua eventuale reintroduzione in forma integrale. Fra i provvedimenti meno spettacolari ma più promettenti potrebbero invece figurare quelli tesi ad eliminare le specifiche strozzature che verosimilmente si verranno a creare nei settori produttivi e nelle aree a più rapida crescita. Dovrebbe essere accresciuta la mobilità geografica e intersettoriale del lavoro, così da combattere simultaneamente la disoccupazione e l'eventuale riemergenza di un'inflazione da salari.

Gli studi sullo sviluppo economico in un'ottica di lungo periodo sono pervenuti senza eccezione ad una serie di conclusioni univoche sull'andamento degli investimenti fissi nei paesi industriali durante gli ultimi dieci anni. Anzitutto, dal 1973 vi è stato un graduale calo tendenziale del saggio complessivo di investimento. In secondo luogo, l'aumento del costo dell'energia e, più di recente, gli ampi spostamenti avvenuti nella divisione internazionale del lavoro — ossia l'emergente potenziale industriale di alcuni importanti paesi in via di sviluppo — associati all'effetto cumulativo degli anni di recessione, hanno determinato una marcata obsolescenza del capitale investito; e finora questo fenomeno non è stato

compensato da una sufficiente accelerazione degli investimenti nelle industrie di punta. In terzo luogo, a causa del forte aumento delle retribuzioni reali e dei costi di lavoro indiretti, i modesti investimenti netti effettuati sono stati essenzialmente orientati al risparmio di manodopera. Ne consegue che, dato lo *stock* di capitale esistente, anche nell'ipotesi di un suo maggiore utilizzo, vi sono ben poche speranze di pervenire ad un accettabile tasso di occupazione delle forze di lavoro.

Per questo aspetto la situazione è particolarmente preoccupante nell'Europa occidentale. In Giappone la disoccupazione non è un problema di dimensioni comparabili; e negli Stati Uniti essa è diminuita in misura considerevole, probabilmente per l'effetto combinato di una pausa decennale nella crescita delle retribuzioni reali, di un grado assai più elevato di mobilità del lavoro e di vitalità imprenditoriale, nonché di un notevole miglioramento dei saggi di profitto. E' pur vero che alcune caratteristiche dell'evoluzione negli Stati Uniti, in netto contrasto con quanto avvenuto in Europa, potrebbero aver agito da freno sulla crescita della produttività del lavoro, aumentando quindi il rischio che vi sia prossimamente una recrudescenza dell'inflazione. Ed è altrettanto vero che gran parte dell'occupazione addizionale è affluita al settore terziario, un esempio che difficilmente può essere seguito da quei paesi europei che soggiacciono a vincoli stringenti di bilancia dei pagamenti e che devono pertanto concentrare i loro sforzi nel settore dei beni a mercato internazionale, ossia principalmente nell'industria manifatturiera. D'altra parte, l'esperienza degli Stati Uniti non è priva di insegnamenti per l'Europa, dove sono assolutamente necessari maggiori profitti, un abbassamento del costo del lavoro in rapporto a quello del capitale, un clima più propizio all'iniziativa imprenditoriale ed una maggiore flessibilità sui mercati del lavoro. Sarebbe esagerato chiamare questi problemi "eurosclerosi"; essi sono pur tuttavia gravi e, a quanto pare, endemici. Anche se vi sono indizi concreti di un progresso nella giusta direzione, in mancanza di un'azione correttiva ulteriore — che necessariamente richiederà tempo — vi è il pericolo effettivo che in molte economie europee la ripresa sia incapace di compiere il suo corso. In altri termini, essa potrebbe non divenire sufficientemente autonoma — in virtù di un'espansione dell'investimento interno — così da sostentarsi anche dopo l'inevitabile, e fors'anche desiderabile, rallentamento della fase espansiva negli Stati Uniti.

Anche se nella primavera del 1983 i tassi d'interesse sul dollaro erano scesi fortemente rispetto ai livelli eccezionali del 1981-82, essi sono rimasti eccessivamente alti in rapporto ai tassi d'inflazione correnti. Per giunta, in termini nominali i tassi d'interesse sono oggi notevolmente più elevati che un anno fa.

Finora l'economia degli Stati Uniti di per sé ha mostrato una considerevole resilienza di fronte agli eccezionali livelli dei tassi d'interesse. L'ampia deducibilità ai fini fiscali degli oneri finanziari può aver favorito tale resilienza, ma questa forma di agevolazione non rappresenta una novità e fornisce al massimo una spiegazione parziale, tanto più che con le modifiche al regime fiscale nel 1981, altri tipi di facilitazioni hanno assunto maggiore importanza come incentivo agli investimenti delle imprese. Un'argomentazione plausibile è che il miglioramento della redditività attuale e attesa abbia più che compensato l'influsso negativo degli elevati tassi d'interesse reali. Ciò potrebbe senz'altro essere vero. Tuttavia, non si può purtroppo escludere un'altra possibilità, ovvero che la resilienza sia in parte anche il riflesso del perdurare di aspettative inflazionistiche cosicché, in termini di valori

attesi anziché rilevati, i tassi d'interesse reali non sono forse poi così alti. Resta comunque il fatto che nessuna di queste due interpretazioni ispira molto ottimismo circa l'evoluzione o la durata della ripresa statunitense se i tassi d'interesse rimangono ai livelli attuali, e men che meno se essi salgono ulteriormente. La ragione è evidente nel caso in cui l'andamento effettivo dell'inflazione dovesse infine convalidare le aspettative implicite negli alti tassi d'interesse. Se, d'altra parte, gli attuali tassi sono autenticamente alti in termini reali, è difficile immaginare che il saggio atteso di rendimento degli investimenti possa per lungo tempo mantenersi al di sopra di essi.

Anche le implicazioni internazionali degli alti e crescenti livelli dei tassi d'interesse americani costituiscono una grave fonte di preoccupazione. A causa della dimensione del mercato finanziario interno degli Stati Uniti e della quota degli strumenti finanziari denominati in dollari sul totale delle attività finanziarie mondiali, i tassi d'interesse statunitensi influenzano necessariamente quelli degli altri paesi; essi hanno anche un effetto distorsivo sui tassi di cambio e quindi sulla configurazione internazionale delle bilance dei pagamenti correnti; infine, agendo sulla componente a tasso fluttuante del debito esterno, essi determinano direttamente gran parte dell'onere per interessi dei paesi indebitati. Questi effetti vanno tuttavia collocati in una giusta prospettiva. In primo luogo, quale che sia il livello dei tassi d'interesse americani, l'Europa occidentale dovrebbe comunque porre mano ai problemi di carattere più specificatamente interno dianzi menzionati, ed i paesi in via di sviluppo dovrebbero comunque intraprendere una decisa azione di aggiustamento interno. In secondo luogo, il considerevole contributo fornito dalla rapida ripresa congiunturale e dall'ampio disavanzo corrente degli Stati Uniti nell'alleviare i problemi dell'Europa e dei paesi in via di sviluppo è stato finora neutralizzato soltanto in parte dal livello dei tassi d'interesse negli Stati Uniti.

In effetti, le preoccupazioni — e si tratta di preoccupazioni serie — riguardano il futuro piuttosto che il passato. Esse sono suscitate sia dall'andamento recente dei tassi d'interesse americani, sia dall'analisi dei fattori che ne stanno alla base. Questa Relazione condivide la tesi diffusamente sostenuta che la causa principale dell'attuale livello dei tassi d'interesse negli Stati Uniti risiede nell'elevata e crescente componente strutturale del disavanzo pubblico americano. Il disavanzo ha iniziato a radicarsi verso la fine del 1982, e si prevede che esso persista anche ad uno stadio avanzato della ripresa congiunturale, comportando così un fabbisogno di finanziamento del settore pubblico eccezionalmente ampio in un momento in cui la domanda privata di credito segue il suo consueto profilo congiunturale ascendente. Ciò ha avuto ed avrà un influsso diretto sui tassi d'interesse americani e forse anche uno indiretto, attraverso il rafforzamento delle aspettative inflazionistiche negli Stati Uniti. Il livello dei tassi d'interesse statunitensi impone a sua volta ai paesi indebitati un gravoso onere addizionale in termini di aggiustamento. Esso contribuisce altresì alla sopravvalutazione del dollaro che, congiuntamente alla vivace ripresa dell'economia americana, sta generando un enorme disavanzo corrente con l'estero. La sua contropartita — gli afflussi netti di capitali negli Stati Uniti — potrebbe "finanziare" per l'insieme del 1984 circa la metà del fabbisogno netto dell'Amministrazione federale USA, ovvero un terzo della domanda complessiva di fondi derivante dal disavanzo pubblico e dal fabbisogno netto di finanziamento del settore imprese. Quali che siano i termini di paragone, si tratta certamente di quote elevatissime.

Una situazione finanziaria di questo tipo – in cui si combinano ampi disavanzi del settore pubblico e della bilancia dei pagamenti correnti, elevati tassi d'interesse e ingenti afflussi di capitali – ben difficilmente può considerarsi sostenibile. Essa sarebbe motivo di preoccupazione per qualsiasi paese; ma lo è in particolare per la più importante economia del mondo. Il fatto che, per una serie di ragioni più o meno buone, gli Stati Uniti non sono tenuti a reagire ai vincoli di bilancia dei pagamenti con la stessa prontezza degli altri paesi, non significa che tali vincoli non esistano, come è stato ampiamente dimostrato durante gli anni settanta. Soltanto una tempestiva e consistente riduzione della componente strutturale del disavanzo pubblico degli Stati Uniti potrebbe guidare l'economia americana, con la prospettiva di un "atterraggio morbido", verso un migliore equilibrio interno ed esterno, e quindi verso una ripresa più lenta ma più duratura. In assenza di tale riduzione gli squilibri verranno comunque corretti, ma con il rischio che in questo caso il processo comporti più alti tassi d'interesse, perturbazioni economiche, finanziarie e valutarie a livello mondiale, e da ultimo una brusca recessione. Date le dimensioni dell'economia statunitense e la predominanza del dollaro, l'incoerenza nella combinazione delle politiche negli Stati Uniti è destinata prima o poi ad esercitare un grave effetto destabilizzante sull'economia mondiale.

Sarebbe superfluo discutere quali dei tre punti critici – la possibilità di una reviviscenza delle spinte inflazionistiche, i problemi "strutturali" dell'Europa e il livello attuale e prospettico dei tassi d'interesse americani – richieda un trattamento prioritario. Tutti e tre sono di grande importanza, e l'azione correttiva deve essere intrapresa o portata avanti contemporaneamente in tutte e tre le direzioni. Fra di essi vi è tuttavia una significativa differenza. E' improbabile che le politiche tese a migliorare in Europa i presupposti per investimenti tali da creare posti di lavoro, o a promuovere la flessibilità delle retribuzioni e la mobilità della manodopera producano risultati nel breve periodo. Per contro, un cambiamento nel corso della politica di bilancio degli Stati Uniti – attraverso il suo impatto sulle aspettative – potrebbe produrre un effetto quasi immediato sui tassi d'interessi americani.

Una crescita durevole ed equilibrata nei paesi industriali dell'Occidente, quantunque costituisca una condizione necessaria per fronteggiare la crisi debitoria internazionale, non è di per sé sufficiente né per il suo contenimento nel breve periodo, né per una soluzione duratura. Come è riferito in questa Relazione, la cooperazione fra tutti i protagonisti della scena finanziaria internazionale, che era iniziata nel 1982, è proseguita lo scorso anno e nei primi mesi del 1984, con il risultato che finora è stata evitata una crisi debitoria generale. Al tempo stesso, grazie alle misure di aggiustamento intraprese ed alla ripresa nel mondo industrializzato trainata dagli Stati Uniti, anche le prospettive a medio termine si sono fatte relativamente incoraggianti per un certo numero di paesi debitori, soprattutto in Asia e in Europa. Per una serie di ragioni la situazione resta tuttavia più immediatamente preoccupante nella maggior parte dei paesi latino-americani. Anzitutto, il rapporto fra debito ed esportazioni è in media più elevato che altrove e, essendo gran parte delle passività denominata in dollari ed a tassi d'interesse fluttuanti, il recente aumento dei tassi d'interesse a breve sul dollaro esercita un impatto notevole sugli oneri del servizio del debito. In secondo luogo, nella maggior parte dei paesi dell'emisfero occidentale l'azione correttiva è iniziata decisamente troppo tardi. In terzo luogo, quest'azione si è concentrata eccessivamente sui tagli alle importazioni. Infine, è importante rilevare che ingenti fughe di capitali hanno

aggravato, e stanno forse tuttora aggravando i problemi finanziari esterni di taluni paesi dell'America Latina.

Mentre l'evoluzione futura dei tassi d'interesse sul dollaro dipende essenzialmente dagli Stati Uniti, gli altri aspetti delle difficoltà debitorie dei paesi latino-americani evidenziano l'importanza di politiche appropriate da parte degli stessi paesi debitori. Si può ora sperare che il diffondersi della ripresa nel mondo industrializzato apporti a quei paesi un sensibile sollievo in termini di proventi da esportazioni, attraverso una crescente domanda dei loro prodotti ed un miglioramento delle loro ragioni di scambio. E' fortemente auspicabile che ciò si accompagni ad un'azione perseverante sul piano interno per favorire il necessario aggiustamento della posizione verso l'estero.

In altri termini, si dovrebbe cogliere l'opportunità fornita dall'attuale momento di tregua per indirizzare maggiormente le politiche verso un autentico aggiustamento interno, in particolare un aggiustamento concepito in funzione del potenziamento, sia immediato sia in prospettiva, delle esportazioni. In troppi paesi latino-americani la riduzione delle importazioni è stata realizzata mediante provvedimenti amministrativi, anziché attraverso un aggiustamento macroeconomico interno, mentre non ci si è adoprati sufficientemente per rafforzare gli incentivi e il potenziale nel settore dei beni di esportazione. Due chiari insegnamenti possono essere tratti dallo stridente contrasto emerso lo scorso anno fra i paesi asiatici e quelli latino-americani nel modo di perseguire l'aggiustamento di bilancia dei pagamenti, un contrasto che non è sfuggito all'attenzione delle banche mutuanti. Uno degli insegnamenti è che le politiche macroeconomiche tese ad alleggerire la pressione della domanda interna ed a porre un freno all'inflazione costituiscono un presupposto essenziale per portare ad un livello sostenibile il disavanzo dei pagamenti correnti. Il secondo è che quei paesi che hanno in pari tempo mantenuto aperti i propri mercati e sviluppato industrie di esportazione altamente competitive hanno tratto beneficio dalla ripresa economica nei paesi industriali in misura ben maggiore di quelli che hanno messo in atto politiche di sviluppo tese all'autosufficienza, ossia basate sulla sostituzione delle importazioni.

Infine, a quei paesi latino-americani i cui residenti hanno esportato capitali su vasta scala non si può che raccomandare di mettere ordine nella loro situazione interna, al fine di far cessare tali deflussi di fondi ed anche, se possibile, di provocare il rientro di una parte dei capitali espatriati. E' troppo attendersi che il resto del mondo — si tratti di istituzioni multilaterali, di governi, di banche oppure di imprese — si accolli i compiti di finanziamento dello sviluppo che gli stessi residenti di questi paesi rifiutano di assumersi. Chiaramente l'onere degli interessi sul debito apparirebbe assai meno impressionante se potesse essere calcolato in termini di interessi *netti* dovuti al resto del mondo, cioè di interessi corrisposti sul debito esterno *meno* il reddito percepito (ma non necessariamente rimpatriato) dai titolari dei capitali esportati.

La contropartita delle politiche di aggiustamento concepite in modo più appropriato nei paesi debitori dovrebbe essere, da parte dei paesi industriali, un'autentica apertura dei loro mercati nazionali. Le crescenti pressioni per l'innalzamento di barriere protezionistiche fra gli stessi paesi industriali recano in sé gravi insidie per l'economia mondiale. Le barriere dirette contro le importazioni di prodotti industriali ed agricoli dai PVS non soltanto costituirebbero un pericolo

grave, ma avrebbero conseguenze esplosive. La posta che hanno in gioco, in termini finanziari e politici, i paesi industriali nell'assicurare la soluzione del problema del debito esterno è altrettanto alta quanto quella degli stessi paesi debitori. Una soluzione duratura è inconcepibile senza un vigoroso potenziamento delle esportazioni dei PVS verso il mondo industrializzato.

Ma neppure un aggiustamento del tipo appropriato nell'insieme dei paesi debitori – per quanto ampio possa essere e anche se associato alla crescita economica ed a politiche di importazione liberali nel mondo industrializzato – sarebbe in grado di eliminare interamente il loro disavanzo corrente con l'estero. E, per la verità, ci si può domandare se la completa eliminazione del disavanzo dei pagamenti correnti dei PVS sia affatto auspicabile dal punto di vista della crescita equilibrata dell'economia mondiale. Infatti, dato il pesante onere per interessi che grava sui paesi debitori, l'eventuale conseguimento dell'equilibrio di parte corrente implicherebbe una loro eccedenza commerciale di ampiezza abnorme; una situazione questa che, se protratta per un certo periodo di tempo, non soltanto pregiudicherebbe il processo di sviluppo ma sarebbe anche in palese contrasto con la ragionevolezza politica.

Ciò solleva la questione di come finanziare in futuro i disavanzi "giustificati" delle partite correnti dei PVS. Nel breve periodo le banche non avranno praticamente altra scelta che quella di fornire fondi addizionali, siano essi nella forma di nuovi crediti, oppure di una parziale capitalizzazione degli interessi. Vi è a favore e contro ciascuna delle due tecniche tutta una serie di argomenti che spetterà alle banche medesime di soppesare in vista di una scelta, probabilmente su una base *ad hoc*, secondo quanto appare realizzabile e più accettabile alle parti interessate. Ma non vi è dubbio che le banche dovranno accettare in un modo o nell'altro, nel loro stesso interesse, un certo incremento nelle posizioni creditorie verso quei paesi che si sono impegnati ad adottare i programmi di aggiustamento gestiti dal FMI e che hanno dimostrato la capacità di porli in atto. Le banche dovranno altresì far fronte ad un'altra necessità. I paesi che hanno conseguito tangibili successi nel migliorare la propria bilancia dei pagamenti correnti, e in particolare quelli che vi sono riusciti attraverso una corretta forma di aggiustamento interno, possono a buon diritto pretendere un sensibile miglioramento delle condizioni del finanziamento, in termini sia di costo sia di scadenza. Il mercato non può funzionare correttamente senza una sostanziale differenziazione delle condizioni del credito, ben al di là degli esitanti passi finora compiuti in questo senso. Sarebbe opportuno che le autorità dei paesi creditori medesimi accettassero e incoraggiassero una maggiore differenziazione, specie nel settore del finanziamento delle esportazioni.

Si deve tuttavia riconoscere, come già messo in evidenza nella Relazione dello scorso anno, che tali politiche di credito non sono niente di più che provvedimenti-tampone. L'esperienza mostra chiaramente che per una serie di ragioni – tassi d'interesse variabili, scadenze brevi, concorrenza troppo spinta comportante il rischio di un'erogazione eccessiva di fondi, assenza di condizionalità – il finanziamento generico della bilancia dei pagamenti da parte delle banche non è la via desiderabile per assicurare il trasferimento di risorse reali ai PVS. Ci si può persino domandare, soprattutto nel caso di paesi con elevata propensione ad esportare i propri capitali, se *comunque* abbia ragion d'essere un finanziamento

generico della bilancia dei pagamenti, salvo che nel quadro di un programma di aggiustamento sotto la supervisione del FMI. Nel piú lungo periodo i flussi finanziari verso i PVS dovrebbero essere del tipo atto a istituire un legame convincente fra l'importazione di fondi e lo sviluppo economico interno. I capitali sono ovviamente fungibili, e pertanto non vi è modo di assicurare che, in senso macroeconomico, gli afflussi di fondi che assumono la forma di finanziamento di progetti d'investimento abbiano come contropartita all'interno una crescita della formazione di capitale. La probabilità che ciò si verifichi è tuttavia maggiore nel caso di finanziamento di progetti che non in quello di afflussi di capitali non connessi specificatamente ad investimenti interni. Vi è una molteplicità di flussi finanziari piú o meno direttamente collegati all'investimento: i crediti a finanziamento dell'importazione di beni strumentali; gli investimenti diretti; i prestiti di istituzioni multilaterali per lo sviluppo, come la Banca Mondiale; i progetti di co-finanziamento fra organismi ufficiali e banche; gli aiuti allo sviluppo su base bilaterale. Considerata l'entità del problema è opportuno che tutti questi canali siano utilizzati e potenziati. I piú promettenti paiono essere quelli – come ad esempio i recenti schemi di co-finanziamento elaborati dalla Banca Mondiale – che instaurano un'efficace cooperazione fra prestatori privati e ufficiali.

Secondo alcuni osservatori il problema dell'indebitamento internazionale avrebbe assunto dimensioni tali da essere refrattario – anche nell'ipotesi di crescita economica equilibrata nei paesi industriali e di appropriate politiche da parte sia dei debitori sia dei creditori – a qualsiasi soluzione duratura senza un intervento radicale a livello globale. Questa Relazione non condivide tale pessimismo "sistemico"; e non solo per l'argomento negativo di natura prammatica che non pare esservi alcuna alternativa concreta all'approccio differenziato caso per caso seguito finora, ma altresí per una serie di argomenti positivi.

Il piú importante di essi è che gli sviluppi degli ultimi dodici mesi hanno dimostrato al di là di ogni dubbio che ciò che nell'autunno 1982 poteva apparire un problema debitorio globale abbastanza omogeneo, cela in effetti una grande diversità di situazioni fra i paesi debitori. Vi sono uno o due casi molto difficili nell'Europa orientale e in Asia, accanto ad una maggioranza di paesi che hanno dimostrato la volontà e la capacità di intraprendere un aggiustamento esterno e che stanno traendo beneficio dalla ripresa nel mondo industrializzato. E anche nell'America Latina, dove è presente una forte concentrazione dei casi piú difficili, esiste tutta una gamma di situazioni, in termini di grado di aggiustamento realizzato, di diversificazione delle esportazioni, di posizione a riguardo del petrolio e di ammontare di capitali nazionali esportati. Quanto ai paesi dell'Africa fortemente indebitati, la loro situazione è fundamentalmente diversa da quella dei PVS debitori a reddito medio. La maggioranza di essi non si potrebbe permettere di ricorrere a nuovi crediti a tassi di mercato quand'anche questi fossero disponibili: essi hanno bisogno di prestiti agevolati o di aiuti. Come potrebbe mai adattarsi un intervento globale ad una siffatta molteplicità di situazioni?

Inoltre, sarebbe alquanto erroneo considerare "insolventi" i paesi indebitati soltanto perché *in quanto gruppo* essi non sarebbero probabilmente in grado, anche nel lungo periodo, di rimborsare il capitale dovuto. E' un dato di fatto economico – implicito nel processo risparmio/investimento – che l'ammontare totale del debito in essere continui a crescere. L'importante è che ciascun singolo paese debitore, nel

lungo periodo, sappia mantenere la crescita del proprio indebitamento in linea con la sua capacità di far fronte al servizio del debito e, nel breve periodo, si mostri capace — al fine di assicurare all'occorrenza i creditori — di mantenere sotto controllo il proprio indebitamento, arrestandone talora la crescita o addirittura rimborsandone una parte. Il numero dei paesi che soddisfano ad una o ad entrambe queste condizioni si è accresciuto in modo incoraggiante dall'inizio del 1983. Ciò non significa che il problema della situazione debitoria internazionale sia superato; ovviamente non lo è. Significa tuttavia che l'evoluzione dei fatti ha finora confermato la validità del modo in cui esso viene affrontato.

Attraverso la stretta cooperazione fra i mutuatari, le banche creditrici, i governi e le istituzioni internazionali, tale approccio ha incoraggiato l'attuazione di programmi concertati, nei quali aggiustamento e finanziamento sono proceduti di pari passo. Questa cooperazione dovrà essere proseguita e sviluppata, mentre sarebbe sbagliato volerla sostituire con schemi globali praticamente irrealizzabili. Tuttavia, affinché possa preservare la sua efficacia, essa necessita chiaramente del sostegno di due linee d'azione. Nella prospettiva a più lungo termine il flusso di finanziamento verso i PVS dovrà avvenire su una base più solida; di qui l'insistenza, in questa Relazione, sul finanziamento legato agli investimenti. Al tempo stesso, la sostenibilità dell'approccio finora attuato dipende in modo decisivo dal perseguimento di una ripresa economica durevole ed equilibrata nei paesi industriali; di qui la necessità di politiche appropriate in questa parte del mondo.

GÜNTHER SCHLEIMINGER
Direttore Generale

BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE
AL 31 MARZO 1984

BILANCIO AL

ATTIVO

(Prima e dopo la ripartizione)

	<u>Franchi oro</u>
Oro	5.049.253.599
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	10.911.458
Buoni del Tesoro	756.966.277
Depositi vincolati e anticipazioni	
In oro	
Fino a 3 mesi	19.333.968
In valute	
Fino a 3 mesi	11.386.473.981
Ad oltre 3 mesi	<u>2.126.684.368</u>
	13.532.492.317
Altri titoli	
Fino a 3 mesi	1.115.748.176
Ad oltre 3 mesi	<u>793.134.888</u>
	1.908.883.064
Partite varie	17.826.364
Terreno, immobili ed arredi	1
	<u>21.276.333.080</u>

Nota 1: Il franco oro equivale a gr. 0,29032258... di oro fino - Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di \$USA 208 per oncia di fino (ossia secondo l'equivalenza 1 franco oro = \$USA 1,94149...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Nota 2: Al 31 marzo 1984 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 40.251.531 franchi oro.

31 MARZO 1984

dell'utile netto dell'esercizio)

PASSIVO

	Prima della ripartizione	Dopo la ripartizione
	Franchi oro	Franchi oro
Capitale		
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro		
ciascuna	<u>1.500.000.000</u>	
Emesso: 473.125 azioni	<u>1.182.812.500</u>	
Liberato per il 25%	295.703.125	295.703.125
Riserve		
Fondo di riserva legale	30.070.313	30.070.313
Fondo di riserva generale	457.152.793	477.552.793
Fondo speciale di riserva per i dividendi	21.530.055	21.530.055
Fondo di riserva libero	<u>232.730.236</u>	<u>263.330.236</u>
	741.483.397	792.483.397
Depositi (in oro)		
Banche centrali		
A vista	4.192.310.651	
Fino a 3 mesi	140.876.655	
Altri depositanti		
A vista	<u>33.032.685</u>	
	4.366.219.991	4.366.219.991
Depositi (in valute)		
Banche centrali		
A vista	334.315.448	
Fino a 3 mesi	13.131.268.608	
Ad oltre 3 mesi	1.379.084.966	
Altri depositanti		
A vista	12.195.974	
Fino a 3 mesi	547.470.922	
Ad oltre 3 mesi	<u>34.883.861</u>	
	15.439.219.779	15.439.219.779
Partite varie	366.213.911	366.213.911
Conto profitti e perdite	67.492.877	—
Dividendo pagabile il 1° luglio 1984	—	<u>16.492.877</u>
	<u>21.276.333.080</u>	<u>21.276.333.080</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 1984, 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, 4 maggio 1984

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1984

	<u>Franchi oro</u>
Interessi netti e altri redditi	83.288.597
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione	243.160
Direzione e personale	11.362.579
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>3.748.590</u>
	<u>15.354.329</u>
Risultato netto di gestione	67.934.268
meno: Importo devoluto all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	<u>441.391</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1984	67.492.877
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: 145 franchi svizzeri per azione su 473.125 azioni	16.492.877
	<u>51.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva generale	20.400.000
	<u>30.600.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero	30.600.000
	<u> </u>

VARIAZIONI DELLE RISERVE DELLA BANCA
nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1984

in franchi oro

I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1983-84

	<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 1983, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1982-83	30.070.313	457.152.793	21.530.055	232.730.236
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1983-84	—	<u>20.400.000</u>	—	<u>30.600.000</u>
Consistenza al 31 marzo 1984, come da Bilancio	<u>30.070.313</u>	<u>477.552.793</u>	<u>21.530.055</u>	<u>263.330.236</u>

II. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1984 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	<u>Capitale versato</u>	<u>Riserve</u>	<u>Totale</u>
Attività nette in			
Oro	295.703.125	366.412.920	662.116.045
Valute	—	<u>426.070.477</u>	<u>426.070.477</u>
	<u>295.703.125</u>	<u>792.483.397</u>	<u>1.088.186.522</u>

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Dott. Fritz Leutwiler, Zurigo Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca
Bernard Clappier, Parigi Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Prof. Paolo Baffi, Roma
Dott. Carlo Azeglio Ciampi, Roma
Bengt Dennis, Stoccolma
Dott. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Jean Godeaux, Bruxelles
Renaud de la Genière, Parigi
Robert Leigh-Pemberton, Londra
Karl Otto Pöhl, Francoforte
The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londra
Dott. Johann Schöllhorn, Kiel
Barone de Strycker, Bruxelles

Sostituti

Dott. Lamberto Dini, Roma, oppure
Dott. Giovanni Magnifico, Roma
Dott. Leonhard Gleske, Francoforte
Georges Janson, Bruxelles
Gabriel Lefort, Parigi, oppure
Jacques Waitzenegger, Parigi
A.D. Loehnis, Londra, oppure
M.J. Balfour, Londra

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 Direttore Supplente
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