

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

QUARANTOTTESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1977 - 31 MARZO 1978

BASILEA

12 giugno 1978

INDICE

	Pagina
Introduzione	1
I. Lo stato dell'economia mondiale	3
I vincoli posti dalla bilancia dei pagamenti all'espansione interna (p. 3); nessun impulso netto è provenuto dai paesi eccedentari (p. 5); l'influenza depressiva dell'inflazione e dei problemi strutturali (p. 7); i fattori di espansione (p. 9); asimmetria del processo di aggiustamento (p. 10).	
II. I recenti andamenti economici e finanziari nei paesi industriali dell'Occidente	13
L'evoluzione della ripresa economica (p. 14); gli elementi di debolezza nella domanda globale (p. 16); la spesa del settore privato (p. 19); l'effetto propulsivo della politica fiscale sull'economia (p. 20); prezzi e costi (p. 21); i livelli di occupazione (p. 25); le politiche monetarie ed i mercati monetari (p. 27); l'andamento degli aggregati monetari (p. 30); il fabbisogno finanziario della pubblica amministrazione (p. 33); il finanziamento del settore privato (p. 35); tassi di interesse (p. 38).	
III. Le politiche economiche nazionali per lo sviluppo, la stabilità dei prezzi ed il riequilibrio dei conti con l'estero	42
I problemi di politica economica nel lungo periodo (p. 43); le strategie di politica economica un anno addietro (p. 48); le diversità nelle linee di azione (p. 50); i nuovi approcci e gli orientamenti attuali della politica economica (p. 53); una valutazione degli strumenti e delle scelte di politica economica (p. 55): <i>obiettivi monetari, tassi di interesse e tassi di cambio</i> (p. 56), <i>politica fiscale</i> (p. 59), <i>politica dei redditi</i> (p. 62); il ruolo del coordinamento internazionale delle politiche economiche (p. 64).	
IV. Gli scambi ed i pagamenti internazionali	65
Il commercio mondiale (p. 65): <i>aree sviluppate</i> (p. 65), <i>paesi esportatori di petrolio</i> (p. 67), <i>paesi in via di sviluppo non petroliferi</i> (p. 68), <i>paesi ad economia pianificata</i> (p. 68); le bilance dei pagamenti (p. 69): <i>paesi sviluppati</i> (p. 71), <i>paesi esportatori di petrolio</i> (p. 88), <i>paesi in via di sviluppo non petroliferi</i> (p. 90), <i>paesi ad economia pianificata</i> (p. 91).	
V. I mercati internazionali del credito e dei capitali	92
I fattori di maggior rilievo (p. 94); la distribuzione geografica dei flussi bancari internazionali (p. 97); gli sviluppi nei centri bancari europei (p. 103); gli sviluppi nei centri bancari extra-europei (p. 110); l'andamento dei tassi di interesse (p. 111); i mercati obbligazionari internazionali (p. 113).	

VI. La scena monetaria internazionale 118

L'andamento dei tassi di cambio (*p. 118*); i tassi di cambio e la competitività internazionale (*p. 128*); la produzione e il mercato dell'oro (*p. 135*); le riserve e la liquidità internazionale (*p. 139*).

VII. Le attività della Banca 145

Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (*p. 145*); operazioni del Dipartimento bancario (*p. 146*): *passivo (composizione delle risorse)* (*p. 148*), *attivo (utilizzo delle risorse)* (*p. 151*); le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (*p. 153*); la Banca come Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio (*p. 155*); la Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (*p. 156*); ripartizione dell'utile netto (*p. 158*); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (*p. 159*).

Conclusioni 160

* *
*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1978.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati con un asterisco)

	Pagina
Lo stato dell'economia mondiale	
I principali aggiustamenti delle partite correnti nel 1977	4
Variazioni nel prodotto nazionale lordo a prezzi costanti e nel consumo di petrolio . .	5
Volume delle importazioni*	11
I recenti andamenti economici e finanziari nei paesi industriali dell'Occidente	
Andamenti della produzione industriale raffrontati con tendenze anteriori alla recessione*	15
Maggiori paesi industriali: dinamica del prodotto nazionale lordo e delle sue componenti	17
Altri paesi industriali: dinamica del prodotto nazionale lordo e delle sue componenti . .	18
Variazioni dei prezzi al consumo	22
Prezzi delle materie prime e mercato mondiale: indicatore "Economist"	22
Retribuzioni nominali e reali nell'industria	24
Tassi di disoccupazione	25
Occupazione e produttività del lavoro	26
Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di espansione	28
Variazioni nella massa monetaria e nell'incidenza relativa delle sue contropartite* . .	32
Fabbisogno della pubblica amministrazione	34
Fondi raccolti sui mercati del credito da parte di mutuatari residenti non finanziari . .	36
Tassi di interesse a breve e a lungo termine*	39
Le politiche economiche nazionali per lo sviluppo, la stabilità dei prezzi ed il riequilibrio dei conti con l'estero	
Paesi dell'OCSE: sviluppo, inflazione, disoccupazione e squilibrio esterno*	44
Andamento degli investimenti fissi (escluse le abitazioni) a prezzi costanti*	47
Evoluzione della domanda ed aggiustamento dei conti con l'estero. Raffronti ciclici . .	51
Variabilità dell'offerta di moneta e velocità di circolazione rispetto al reddito*	58
Variazioni dell'offerta di moneta e della velocità di circolazione rispetto al reddito, 1963-77	59
Pubblica amministrazione: aumento nella spesa totale in termini reali e disavanzo finan- ziario netto	60

Gli scambi ed i pagamenti internazionali

Commercio mondiale	66
Totale aree sviluppate, Stati Uniti, Germania e Giappone: produzione industriale, volume del commercio con l'estero e ragioni di scambio, 1974-78*	67
Transazioni internazionali di parte corrente	70
Stati Uniti: bilancia dei pagamenti	72
Stati Uniti: saldi del commercio estero per aree, 1971-77	73
Paesi sviluppati: bilance dei pagamenti	77
Paesi sviluppati: posizioni monetarie sull'estero	84
Transazioni di parte corrente dei paesi sviluppati, ad esclusione del Gruppo dei Dieci e della Svizzera	87
Paesi esportatori di petrolio: impieghi delle eccedenze disponibili. Stime	89

I mercati internazionali del credito e dei capitali

Mercato internazionale del credito. Stime. Variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche, in moneta nazionale e in valuta, ed emissioni obbligazionarie internazionali	93
Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta, delle banche nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera e delle filiali offshore di banche USA (per aree)	98
Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta, delle banche nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera e delle filiali offshore di banche USA (per paesi)	100
Posizioni sull'estero in dollari e in altre valute estere delle banche europee dichiaranti	105
Attività e passività verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta, delle banche nei singoli paesi dichiaranti e delle filiali offshore di banche USA	107
Attività e passività verso l'estero, in dollari e in altre valute estere, delle banche nei singoli paesi dichiaranti e delle filiali offshore di banche USA	108
Fonti e impieghi dei fondi in eurovalute. Stime	109
Tassi interbancari sui depositi in eurovaluta a tre mesi e differenziali rispetto ai tassi interni*	112
Tassi sui depositi in eurodollari e rendimenti delle obbligazioni in eurodollari*	113
Emissioni obbligazionarie internazionali	114
Rendimenti sui mercati internazionali e nazionali delle obbligazioni in dollari USA e in DM*	115

La scena monetaria internazionale

Tassi di cambio effettivi post-smithsoniani*	120
Tassi di cambio nominali: oscillazioni rispetto al dollaro USA*	124
Oscillazioni dei tassi di cambio a pronti nell'ambito della fluttuazione congiunta europea*	127
Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera: variazioni dei tassi effettivi di cambio e andamenti relativi dei prezzi, dei costi e del commercio con l'estero; 1971-78*	129, 131, 133
Produzione mondiale di oro	136
Fonti e usi dell'oro. Stime	137
Prezzi di mercato dell'oro in barre, in dollari USA e in franchi svizzeri. 1976-78*	138
Variazioni nelle riserve globali, 1975-77	140

Le attività della Banca

Totali di bilancio negli ultimi dieci esercizi finanziari	147
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi dieci esercizi finanziari	148
Origine delle risorse ricevute in prestito	149
Scadenza e natura delle risorse ricevute in prestito	150
Composizione delle attività a vista e di altri investimenti	151
Depositi vincolati ed anticipazioni e Titoli a termine, suddivisi per scadenza	152
Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young)	154
Prestito internazionale del governo austriaco 1930	155
Prestiti garantiti della CECA	156

QUARANTOTTESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea il 12 giugno 1978

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la quarantottesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1977 e terminato il 31 marzo 1978.

Dopo il trasferimento di franchi oro 427.372 all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione" e di franchi oro 13.000.000 all' "Accantonamento per costruzioni", l'utile netto dell'esercizio finanziario ammonta a franchi oro 191.050.134 a fronte di franchi oro 167.920.050 del precedente esercizio e di franchi oro 178.876.749 dell'esercizio 1975-76.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 71.050.134 al pagamento di un dividendo di 110 franchi svizzeri per azione.

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

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1977-78 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1978.

Il Capitolo I introduce la Relazione con una breve rassegna dello stato dell'economia mondiale, nella quale sono focalizzate le diverse forze che attualmente esercitano un effetto depressivo sulla domanda e sulla produzione. Fra queste figurano in modo preminente l'inflazione e i vincoli di bilancia dei pagamenti. A livello delle singole economie, il Capitolo II presenta un resoconto dell'evoluzione economica nei paesi industriali dell'Occidente nel corso degli ultimi dodici-diciotto mesi, esaminando dapprima l'andamento della produzione e della domanda, quindi i movimenti dei prezzi e dei costi, nonché gli indicatori del mercato del lavoro, per terminare con un'analisi particolareggiata degli sviluppi monetari e finanziari. Il capitolo successivo offre una disamina della politica macroeconomica nell'insolito contesto attuale, caratterizzato da un ristagno congiunto al perdurare dell'inflazione e di squilibri esterni. Esso considera in particolare la misura in cui queste nuove circostanze hanno stimolato la ricerca di nuove tecniche nella politica dei redditi e nella formulazione di obiettivi monetari. Sul piano dell'economia internazionale, il Capitolo IV esamina in particolare gli sviluppi recenti nel commercio mondiale e nelle bilance dei pagamenti e il Capitolo V estende l'analisi ai mercati internazionali del credito e dei capitali. Il Capitolo V illustra altresì come il centro dell'attenzione sia venuto gradatamente spostandosi, nel corso del 1977, dai rischi connessi all'esposizione delle banche a livello internazionale alle implicazioni macroeconomiche del forte deterioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Nel Capitolo VI viene presa in esame la scena monetaria internazionale, iniziando con una rassegna degli sviluppi sui mercati dei cambi ed una trattazione dei loro effetti sulla competitività internazionale. Nel capitolo si osserva che in molti casi a movimenti assai ampi dei tassi di cambio nominali non ha corrisposto alcun mutamento significativo nei tassi in termini reali, e che anche laddove vi sono state variazioni in questi ultimi, gli effetti sulla bilancia dei pagamenti paiono essere stati modesti. Da ciò sembra potersi trarre l'insegnamento che l'aggiustamento attraverso variazioni dei tassi di cambio deve essere sorretto da appropriate politiche economiche interne. Dopo aver esposto l'andamento del mercato dell'oro, il capitolo si conclude con una valutazione del livello e della composizione della liquidità internazionale. Il Capitolo VII tratta delle attività della Banca durante l'esercizio finanziario e termina con il Bilancio ed i risultati di gestione. Le Conclusioni della Relazione forniscono una sintesi delle principali raccomandazioni di politica economica.

I. LO STATO DELL'ECONOMIA MONDIALE.

Il tema dominante che percorre questa Relazione è che l'anno scorso l'economia mondiale ha operato sotto l'influsso convergente di tre fattori depressivi: il disequilibrio petrolifero globale, lo sbilancio nei conti con l'estero nell'ambito dei paesi industriali importatori di petrolio e il persistere di perturbazioni inflazionistiche, retaggio della fine degli anni Sessanta e dei primi anni Settanta. Tutti e tre questi fattori hanno avuto l'effetto di raffrenare le politiche economiche, ed il clima di incertezza derivatone ha gravato sulle decisioni imprenditoriali e forse anche sul comportamento dei consumatori. Ne è derivata una nuova decelerazione nella crescita del commercio e della produzione mondiale. E' inoltre del tutto possibile che in alcuni dei maggiori paesi industriali l'attuale mancanza di slancio dello sviluppo rifletta l'operare di altri fattori, di natura più strutturale; ma la debolezza dell'economia mondiale rende difficile la loro individuazione ed ostacola quindi la ricerca dei rimedi appropriati.

Se si considera che l'avanzo globale dei paesi petroliferi è diminuito e che molti paesi hanno conseguito un migliore equilibrio nei conti con l'estero e una riduzione dell'inflazione, questo giudizio sull'attuale stato dell'economia mondiale potrebbe sembrare piuttosto paradossale. Ma così non è, ad un'analisi più approfondita dei fatti. Vi è invero una stretta correlazione fra la contrazione dell'avanzo petrolifero, la migliorata situazione della bilancia dei pagamenti in diversi paesi, il rallentamento dell'inflazione, e l'insoddisfacente tasso di crescita di tutte le principali economie tranne gli Stati Uniti. Da un lato, mentre i disavanzi esterni effettivi o potenziali hanno intralciato l'espansione in numerosi paesi, il perdurare dell'inflazione dei costi ed il ricordo dei recenti eccessi inflazionistici hanno esercitato un forte effetto frenante sulla crescita della domanda interna in *tutti* i paesi, compresi quelli che hanno registrato eccedenze nella bilancia delle partite correnti. Dall'altro, il più lento ritmo di crescita che ne è derivato ha contribuito a comprimere l'avanzo petrolifero globale, ha reso possibile in molti paesi un aggiustamento della bilancia dei pagamenti e ha concorso a ridurre i tassi d'inflazione. Ma cosa accadrebbe se l'economia mondiale dovesse ritornare ad un maggiore tasso di crescita ed a più elevati livelli di occupazione?

I vincoli posti dalla bilancia dei pagamenti all'espansione interna.

Dal punto di vista, anzitutto, della bilancia dei pagamenti, ciò che colpisce è il numero dei paesi che negli ultimi tempi hanno improntato le loro politiche economiche all'obiettivo di riequilibrare i conti con l'estero ed i risultati da loro conseguiti. Questi paesi possono dividersi in quattro gruppi. I tre maggiori paesi europei deficiari del Gruppo dei Dieci, da un disavanzo complessivo di parte corrente di \$ 11 miliardi nel 1976, sono passati quasi in pareggio, ove si consideri l'intero 1977, presentando addirittura un'eccedenza nella seconda metà dell'anno. Quattro altri paesi sviluppati sono riusciti a ridurre il loro disavanzo complessivo delle partite correnti da \$ 8,5 miliardi nel 1976 a \$ 2 miliardi nel 1977. Nello stesso periodo il disavanzo aggregato di nove paesi in via di sviluppo ad elevato tasso di crescita è diminuito da \$ 11 a 6,5 miliardi, e questo miglioramento sarebbe ancora più vistoso se misurato rispetto ai disavanzi ben maggiori avutisi nel 1974 e nel 1975. Infine,

I principali aggiustamenti delle partite correnti nel 1977.

Paesi	Saldo delle partite correnti		
	1976	1977	Variazione
	miliardi di dollari USA		
1° Gruppo: Paesi del Gruppo dei Dieci			
Francia	— 6,0	— 3,2	+ 2,8
Italia	— 2,8	+ 2,3	+ 5,1
Regno Unito	— 2,0	0,0	+ 2,0
Totale	— 10,8	— 0,9	+ 9,9
2° Gruppo: Altri paesi sviluppati			
Finlandia	— 1,2	— 0,2	+ 1,0
Israele	— 1,0	— 0,5	+ 0,5
Sud Africa	— 2,0	+ 1,0	+ 3,0
Spagna	— 4,3	— 2,5	+ 1,8
Totale	— 8,5	— 2,2	+ 6,3
3° Gruppo: Paesi in via di sviluppo			
Brasile	— 6,6	— 4,5	+ 2,1
Messico	— 3,0	— 1,8	+ 1,2
Sette altri principali paesi meno sviluppati ¹	— 1,2	0,0	+ 1,2
Totale	— 10,8	— 6,3	+ 4,5
4° Gruppo: Paesi dell'Europa orientale²	— 6,8	— 2,9	+ 3,9

¹ Argentina, Cile, Colombia, Perù, Filippine, Corea del Sud e Formosa. (I Nove paesi di questo gruppo hanno assorbito circa il 70% del credito bancario in essere accordato ai paesi meno sviluppati importatori di petrolio.)
² Interscambio mercantile su base f. o. b.

il disavanzo commerciale dei paesi socialisti dell'Europa orientale è passato da \$7 a 3 miliardi. Il miglioramento complessivo nelle posizioni sull'estero di questi quattro gruppi di paesi supera la ragguardevole cifra di \$24 miliardi.

Ad eccezione di qualche paese che ha beneficiato di più elevati prezzi all'exportazione, tali successi sono stati conseguiti attraverso una gestione restrittiva della domanda. Il dosaggio e l'intensità delle politiche economiche sono variati da paese a paese, ma in generale si è fatto ricorso a politiche monetarie e fiscali, accompagnate in alcuni casi da politiche dei redditi.

E' significativo che non tutti i paesi - e forse neppure la maggioranza di essi - si siano sentiti costretti ad effettuare questi aggiustamenti per difficoltà di finanziamento della bilancia dei pagamenti. L'offerta di fondi per il tramite dei canali bancari internazionali è rimasta abbondante, e un buon numero dei paesi appartenenti a questi gruppi avrebbe potuto posporre l'aggiustamento esterno o ripartirlo in un maggiore arco di tempo; il fatto che abbiano agito altrimenti indica che essi si sono preoccupati anzitutto di combattere l'inflazione interna e di evitare di incorrere in un pesante indebitamento esterno che avrebbe potuto creare problemi di finanziamento nel più lungo periodo. Essi hanno preferito reagire alle sollecitazioni poste dagli squilibri interni ed esterni, piuttosto che attendere l'insorgere di difficoltà di finanziamento.

Un altro fatto di rilievo è stata la forte sensibilità dei conti con l'estero alle variazioni della domanda interna. L'elasticità della domanda di importazioni rispetto al reddito è risultata alquanto elevata anche nei paesi la cui moneta non si è deprezzata in termini reali. In pratica ne è derivato un forte impulso deflazionistico, che è

stato trasmesso al resto del mondo attraverso una minore crescita, o addirittura una flessione del volume delle importazioni. In alcuni casi vi è stata per di più una progressione delle esportazioni superiore ai valori medi.

Queste prove di senso di responsabilità da parte di molti paesi deficitari hanno rappresentato un fatto apprezzabile, e lo sarebbero state ancor più se l'effetto contrattivo da esse esercitato sul commercio mondiale fosse stato compensato da adeguate forze espansive provenienti da altre fonti. Ma ciò non è avvenuto. L'avanzo petrolifero globale si è ridotto, ma non abbastanza; l'eccedenza complessiva di parte corrente dei paesi industriali a moneta forte è addirittura aumentata. I maggiori impulsi compensativi sono provenuti da paesi sviluppati minori o da paesi in via di sviluppo, ben difficilmente in grado di svolgere un ruolo di "locomotiva", oppure dagli Stati Uniti, la cui vertiginosa crescita nel disavanzo delle partite correnti ha creato tanti problemi quanti ne ha contribuito a risolvere.

Nessun impulso netto è provenuto dai paesi eccedentari.

L'insieme dei paesi tradizionalmente eccedentari, ossia i paesi esportatori di petrolio, la Germania, la Svizzera e il Giappone, non hanno fornito alcun impulso espansivo netto al resto del mondo. Anzi, il loro avanzo globale delle partite correnti è lievemente aumentato, passando da \$51 miliardi nel 1976 a \$52,5 miliardi nel 1977.

Se si considerano i soli paesi esportatori di petrolio, invero il loro avanzo globale di parte corrente si è ridotto da \$40 miliardi nel 1976 a \$34 miliardi nel 1977, ed i dati trimestrali mostrano una tendenza calante durante tutto lo scorso anno. Di conseguenza, la cifra per il 1978 potrebbe risultare non superiore ad un terzo del massimo toccato nel 1974. Non vi possono essere dubbi sul fatto che questa flessione rispecchia un autentico, consistente processo di aggiustamento in reazione al rincaro del petrolio della fine del 1973. Questo processo è avvenuto in tre modi: una riduzione nel consumo di petrolio per unità di prodotto nazionale lordo in molti importanti paesi industriali, soprattutto mediante il ricorso a fonti energetiche alternative piuttosto che per effetto di un risparmio di energia; una flessione nel prezzo "reale" del petrolio dal 1974; consistenti importazioni di beni e servizi da parte dei paesi petroliferi.

Variazioni nel prodotto nazionale lordo a prezzi costanti e nel consumo di petrolio.

Paesi	Prodotto nazionale lordo a prezzi costanti	Forniture interne di prodotti petroliferi*
	variazione 1973-1977, in percentuale	
Stati Uniti	+ 8,3	+ 1,4
Giappone	+ 12,8	- 10,3
Francia	+ 11,8	- 11,5
Germania	+ 5,9	- 11,5
Italia	+ 8,2	- 6,9
Regno Unito	+ 0,1	- 16,3

* In base alle statistiche OCSE/AIE sul petrolio, in tonnellate metriche; esclusi i depositi costieri e le scorte delle raffinerie.

Questo andamento rassicurante cela tuttavia due fatti inquietanti. In primo luogo, la continua flessione del tasso di crescita delle importazioni in volume dei paesi petroliferi: dal livello molto elevato, superiore al 40% nel 1975, esso è sceso a meno del 25% nel 1976 e probabilmente a circa il 15% nel 1977. Questa tendenza riflette le difficoltà sociali, organizzative e tecniche incontrate dai paesi petroliferi con bassa capacità d'importazione nel sostenere un elevato tasso di crescita delle importazioni, il desiderio dei paesi ad elevata capacità d'importazione di mantenere il ritmo della loro crescita economica entro limiti governabili e meno inflazionistici e la preoccupazione di alcuni di essi circa il deterioramento dei loro conti con l'estero. In secondo luogo, l'aumento in valore di circa il 10%, nonostante la labile economia mondiale, delle esportazioni di petrolio, anche se quasi esclusivamente a causa di rincari del petrolio piuttosto che di una significativa espansione nel volume delle vendite.

Ove li si consideri congiuntamente, questi due fatti inducono a ritenere che nel caso di una più soddisfacente crescita dell'economia mondiale, l'avanzo petrolifero potrebbe benissimo tornare ad aumentare, una prospettiva che a sua volta renderebbe tale sviluppo improbabile. Solo ulteriori economie nell'uso del petrolio potrebbero fornire una via d'uscita da questo dilemma. I paesi industriali che sono già riusciti a economizzare petrolio potranno mantenere questa tendenza? Gli Stati Uniti — che, fra i principali paesi occidentali, hanno avuto il minor successo nel conseguire una sostanziale riduzione nell'impiego di petrolio per unità di prodotto nazionale lordo — sapranno seguire l'esempio dato dagli altri paesi?

Del pari preoccupante è stata l'ostinata persistenza delle eccedenze di parte corrente in Germania e in Svizzera e, ancor più, l'aumento dell'avanzo nelle partite correnti del Giappone, passato da \$3,7 miliardi nel 1976 a \$11 miliardi nel 1977. In Germania in termini reali le importazioni di beni e servizi sono aumentate, rispetto al 1976, del 4,2%, cioè in misura pari all'incremento delle esportazioni. Pertanto l'impatto dell'interscambio tedesco sul resto del mondo è stato neutro: se non ha contribuito ad aggravare le forze depressive provenienti da altre fonti, non le ha neppure contrastate. Il volume delle importazioni giapponesi di beni e di servizi è invece aumentato di appena il 2%, contro un aumento del 10,4% nelle esportazioni. L'influenza netta del Giappone sul resto del mondo è stata quindi contrattiva, e ciò non solo per lo scorso anno, ma per l'intero periodo 1974-77, mentre se si considera questo più lungo periodo, l'evoluzione degli scambi con l'estero della Germania ha avuto un effetto netto espansivo.

La persistenza degli avanzi delle partite correnti in Germania e in Svizzera e il netto aumento dell'eccedenza giapponese sono tanto più notevoli se si considera che tutti e tre i paesi hanno avuto un forte apprezzamento nei rispettivi tassi di cambio ponderati in base al commercio con l'estero. In tutti e tre i casi buona parte dell'apprezzamento è avvenuta in epoca abbastanza recente, fra il settembre 1977 e la fine di marzo 1978; tuttavia un rafforzamento abbastanza consistente dei tassi di cambio effettivi del marco tedesco e del franco svizzero era in atto da ben più lungo tempo. Sono molte le ragioni per cui l'apprezzamento dei tassi di cambio sembra aver avuto scarsi effetti sulle partite correnti di questi paesi. Per quanto riguarda i sensibili aumenti recenti, i loro effetti perversi (curva a J) possono essere stati notevoli; inoltre, è probabile che in conseguenza delle aspettative vi sia stato un differimento delle transazioni. In una prospettiva di più lungo periodo, i risultati superiori

alla media conseguiti dalla Germania e dalla Svizzera nella lotta contro l'inflazione hanno fatto sì che l'aumento dei propri tassi di cambio reali sia stato molto inferiore a quello dei tassi nominali (o, per alcuni periodi, addirittura nullo). Infine, lo scorso anno la domanda interna si è mantenuta ostinatamente debole in Germania e in Giappone. L'effetto di creazione di eccedenze nella bilancia dei pagamenti dovuto a tale fattore si è dimostrato, nei paesi a moneta forte, altrettanto energico quanto, altrove, quello di politiche della domanda deliberatamente restrittive.

L'influenza depressiva dell'inflazione e dei problemi strutturali.

Le ragioni dell'insufficiente espansione della domanda interna in quei paesi che non avevano la necessità di adottare politiche restrittive per fini di aggiustamento esterno (i casi più vistosi, ma non i soli, sono Giappone e Germania) sono alquanto complesse. La spiegazione parziale più plausibile sta nell'effetto di contenimento sulla spesa esercitato dalle passate esperienze inflazionistiche e dal timore che esse possano ripetersi in futuro. Ciò risulta chiaramente dal comportamento delle imprese e della pubblica amministrazione.

Una delle principali ragioni per cui la ripresa economica non è riuscita a mantenere lo slancio iniziale è stata l'inadeguata risposta degli investimenti privati alla ripresa congiunturale. E' molto probabile che l'atteggiamento di cautela dell'industria sia stato determinato non solo dall'esistenza di capacità produttiva inutilizzata, ma anche dal ricordo del *boom* inflazionistico dei primi anni Settanta, che terminò con la stretta dei profitti in una morsa di costi crescenti della manodopera, delle materie prime, dell'energia e del credito da un lato, e di mercati cedenti dall'altro. Tale atteggiamento prudentiale pare essere giustificato alla luce di più recenti sviluppi, in quanto i profitti si sono nuovamente trovati compressi fra i crescenti costi di lavoro unitari e l'apprezzamento esterno delle monete.

Quanto al settore pubblico, in molti paesi il suo contributo propulsivo alla domanda globale è diminuito: in parte per effetto del drenaggio fiscale prodotto dall'inflazione; in parte per la riluttanza ad espandere ulteriormente la spesa pubblica, la cui quota sul reddito nazionale era già considerata eccessiva; in parte infine perché i governi hanno mantenuto l'impegno di limitare o ridurre il disavanzo del settore pubblico, al quale, in base alle passate esperienze, l'opinione pubblica ricollega il rischio di nuove impennate inflazionistiche. In altre parole, il livello molto elevato sia della spesa pubblica sia del disavanzo del settore pubblico ha lasciato solo uno scarso margine al rafforzamento di politiche fiscali espansive, essendo rimasto vivido il ricordo di tassi d'inflazione dell'ordine di due cifre.

A prima vista, il persistere di tale inquietudine circa l'inflazione sembra difficile da comprendere. I tassi d'inflazione non sono forse diminuiti in un buon numero di paesi, sia sviluppati sia in via di sviluppo? Certamente. Ma è pur vero che le circostanze che paiono aver contribuito al calo dei tassi d'inflazione possono essere transitorie o comunque non possono agire a vantaggio di tutti i paesi contemporaneamente. In effetti, ad un esame più approfondito, è chiaro che i tassi d'inflazione sono calati solo in due circostanze, o quando si è verificata una felice coincidenza di entrambe. Essi sono scesi nei paesi che, attraverso politiche deliberatamente restrittive, hanno mantenuto a livelli decisamente bassi la dinamica delle proprie economie. E sono calati in particolare nei paesi le cui monete si sono apprezzate, in termini di tasso di

cambio effettivo, in conseguenza sia di efficaci processi di aggiustamento interno, intrapresi di recente, sia di una più lunga tradizione di politica antinflazionistica.

Fatto rilevante e al tempo stesso inquietante è che il solo paese — la Svizzera — che ha ripristinato una situazione di quasi stabilità nei prezzi interni al consumo abbia potuto conseguire questo risultato solo in virtù di un apprezzamento effettivo della sua moneta di oltre un terzo negli ultimi tre anni e di un livello attuale del prodotto nazionale a prezzi costanti ben inferiore alle punte massime antecedenti la recessione. Se i prezzi al consumo non avessero manifestato un'eccessiva rigidità verso il basso, l'effetto congiunto di questi due andamenti sarebbe stato un'effettiva flessione dei prezzi. Un altro esempio rilevante lo offre la Germania: l'inflazione dei prezzi al consumo si aggira ancora intorno al 3%, nonostante un apprezzamento effettivo del marco del 25% tra la fine del 1975 e la fine di marzo del 1978, e un rallentamento dello sviluppo economico nel 1977, che ha mantenuto la disoccupazione a livelli elevati rispetto ai parametri del dopoguerra. Al polo opposto, l'esperienza degli Stati Uniti mette chiaramente in luce la preoccupazione dell'opinione pubblica circa l'inflazione. Caso unico tra i maggiori paesi industriali, l'economia statunitense si è sviluppata lo scorso anno ad un ritmo soddisfacente, ma in concomitanza con un deprezzamento effettivo del dollaro ed una leggera accelerazione dell'inflazione interna. Da ciò si potrebbe concludere che, sebbene mascherate dall'attuale crisi dello sviluppo oppure dall'apprezzamento dei tassi di cambio, l'inflazione e le aspettative inflazionistiche permangono assai vitali nel mondo industriale occidentale ed ancor più, si potrebbe aggiungere, nei paesi in via di sviluppo. Che questa inflazione non sia generalmente causata da un eccesso di domanda, ma rifletta invece una persistente spirale di costi e prezzi non ne attenua l'effetto di contenimento sulle decisioni di spesa dei soggetti pubblici e privati.

Esistono tuttavia sintomi che l'inflazione o il timore di un suo accentuarsi possano ben non essere le sole cause del rallentamento dello sviluppo in alcune delle maggiori economie industriali. Si può sostenere che, indipendentemente da un ristagno della domanda a livello mondiale, sia intervenuta una cesura nella tendenza dello sviluppo. Una serie di ragioni rende plausibile questa ipotesi. E' diminuita la quota dei profitti sul reddito nazionale ed in diversi paesi questa contrazione è iniziata prima della recessione. Già da diversi anni ha cessato di aumentare il volume della spesa per investimenti fissi. In specifici settori produttivi — quali la siderurgia, la cantieristica navale, l'industria tessile e delle fibre artificiali, talune industrie petrolchimiche di base, ecc. — sono emersi ampi margini di capacità produttiva inutilizzata, o per effetto di precedenti fasi di forte espansione sincrona degli investimenti o a causa di un riuscito processo di industrializzazione in diversi paesi in via di sviluppo. Anche le innovazioni tecnologiche, che attualmente si orientano verso l'automazione ed il risparmio di manodopera, sembrano di tutt'altra natura rispetto a quelle che in passato generarono il forte slancio degli investimenti nei settori elettrico, automobilistico e petrolchimico. Queste crisi di adattamento possono far pensare che, dopo decenni di sviluppo rapido e praticamente ininterrotto, ci si trovi in una fase di rallentamento ciclico del tipo ipotizzato da Kondratieff. Tuttavia, il ristagno dell'attività economica a livello mondiale rende estremamente difficile accertare la natura propriamente strutturale di questi fenomeni. Senza dubbio, alcuni di essi possono essere semplicemente attribuiti al fatto che l'economia mondiale, ed in particolar modo quella dei paesi industriali occidentali, sta operando ben al disotto dell'impiego ottimale delle proprie capacità. In tali circostanze, problemi che sono fondamentalmente

di natura congiunturale possono facilmente apparire strutturali. Tuttavia, sono così numerosi i sintomi di autentici squilibri strutturali che sarebbe insensato se i responsabili della politica economica, con il voler perseguire tassi di sviluppo paragonabili a quelli degli anni Sessanta, non ne tenessero conto.

Una serie di problemi strutturali di tipo particolare sembra riguardare la Germania e il Giappone, paesi il cui sviluppo economico sin dagli inizi degli anni Cinquanta è stato costantemente guidato dalle esportazioni. Ciò ha comportato che in entrambi i paesi gli investimenti industriali si sono strettamente sintonizzati sulla dinamica prospettiva delle esportazioni. Una più lenta espansione del commercio mondiale, l'adozione di politiche della domanda restrittive in diverse economie tradizionalmente importatrici, la comparsa di tendenze protezionistiche, nonché un apprezzamento delle rispettive monete, hanno creato un clima tale da scoraggiare in questi paesi la ripresa degli investimenti industriali. Il passaggio ad un modello di sviluppo imperniato sull'espansione della domanda interna richiede necessariamente molto tempo.

I fattori di espansione.

Lo scorso anno un certo numero di paesi ha senza dubbio esercitato un effetto espansivo sull'economia mondiale. Cinque paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci, hanno globalmente registrato un aumento del disavanzo di parte corrente da \$8,5 miliardi nel 1976 a \$15,8 miliardi nel 1977; analogamente, i paesi in via di sviluppo non petroliferi (che non figurano nella tabella a pagina 4) hanno registrato un aumento assai modesto del loro disavanzo di parte corrente.

Lo scorso anno il maggiore impulso espansivo è stato tuttavia impartito dagli Stati Uniti, l'unico, tra i maggiori paesi sviluppati, che abbia mantenuto un ritmo abbastanza rapido di espansione, ben vicino ai parametri di una classica ripresa congiunturale. In tale contesto è sensibilmente aumentato il numero degli occupati e vi è stato un apprezzabile calo della disoccupazione, mentre i profitti hanno registrato un vivace recupero, contribuendo ad una soddisfacente espansione degli investimenti. Ne è derivato un aumento del 10,3% in termini reali delle importazioni americane di beni e servizi tra il 1976 e 1977, mentre le esportazioni sono salite di meno del 2%. Il deterioramento delle partite correnti è stato quindi rilevante: da un disavanzo di \$1,4 miliardi nel 1976 si è passati ad un saldo passivo di \$20,2 miliardi nel 1977. Ed anche maggiore è stata la variazione negativa, pari a \$31,8 miliardi, intervenuta nella bilancia delle partite correnti degli Stati Uniti tra il 1975 e il 1977.

Vi sono tuttavia due ragioni per cui l'impatto positivo degli Stati Uniti sull'economia mondiale può essere stato più debole di quanto farebbero supporre questi elevatissimi dati aggregati.

Innanzitutto, come già accennato nelle osservazioni sul consumo di petrolio per unità di prodotto nazionale lordo, una considerevole parte dell'aumento della domanda di importazioni di beni e servizi da parte degli Stati Uniti è consistita in un netto incremento degli acquisti di petrolio. Ciò poteva difficilmente agire da stimolo sull'attività economica mondiale, in quanto la capacità di importazione della maggior parte dei paesi produttori di petrolio era già limitata per ragioni estranee agli attuali proventi delle loro esportazioni. Al contrario, la forte domanda americana

di petrolio può aver contribuito lo scorso anno al suo rincaro, aggravando con ciò indirettamente i disavanzi petroliferi di altri paesi importatori.

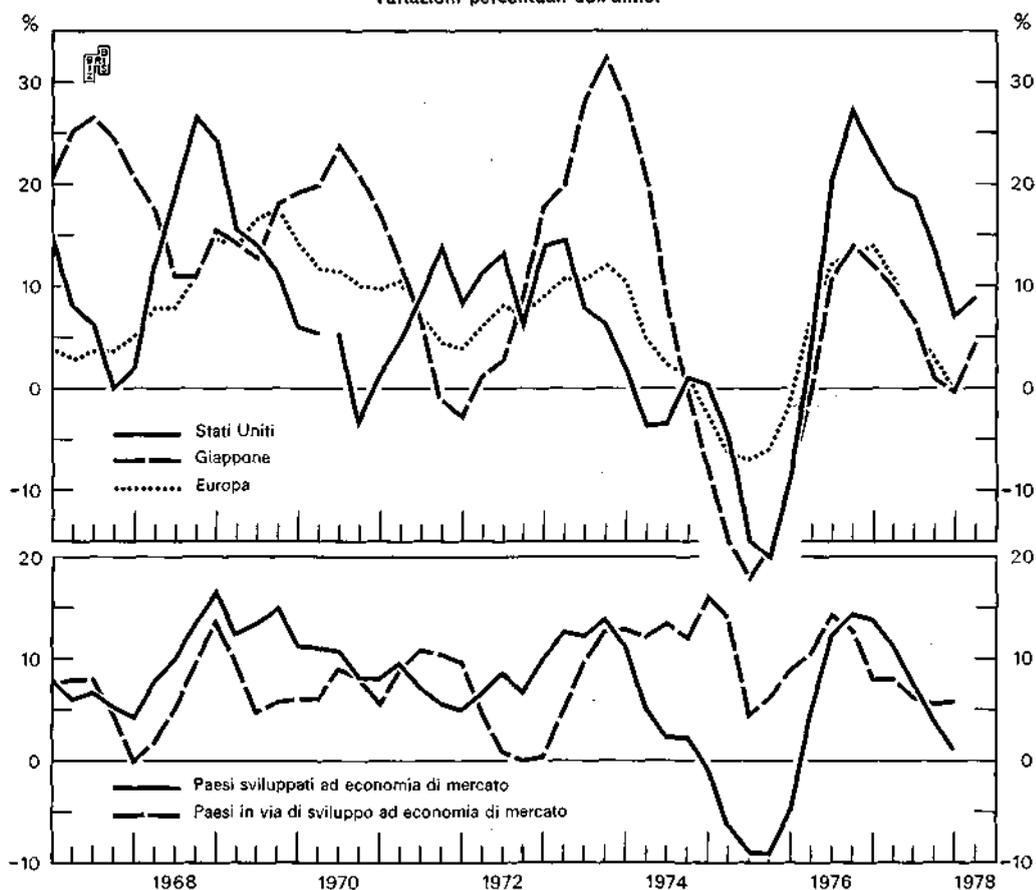
La seconda limitazione discende dall'effetto destabilizzante esercitato sui tassi di cambio dal cospicuo disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti. Va certamente riconosciuto che il deprezzamento del dollaro e l'apprezzamento delle monete forti sono stati il risultato congiunto del disavanzo americano e delle eccedenze dei paesi a moneta forte, e non possono quindi essere ragionevolmente attribuiti a un solo squilibrio. Vi è tuttavia un modo attraverso il quale il disavanzo degli Stati Uniti può avere accentuato l'apprezzamento effettivo delle monete forti, e cioè attraverso il deflusso autonomo di capitali dagli Stati Uniti, nel 1977 e nei primi mesi del 1978, che ha amplificato l'impatto della bilancia delle partite correnti sui tassi di cambio. Il correlativo afflusso speculativo di fondi in Germania, Svizzera e Giappone ha probabilmente accresciuto il valore di queste monete più di quanto sarebbe comunque avvenuto per effetto dei loro saldi attivi, qualora il corrispondente disavanzo fosse stato più uniformemente distribuito nel resto del mondo. Poiché, come già detto, le industrie tedesche e giapponesi sono strutturalmente orientate verso le esportazioni, questi apprezzamenti addizionali del marco e dello yen hanno ulteriormente scoraggiato gli investimenti industriali in entrambi i paesi e possono avere ancor più ritardato la tanto auspicata ripresa delle loro economie. Inoltre, il clima di incertezza provocato dalle brusche oscillazioni dei cambi ha certamente esercitato un effetto frenante sullo sviluppo non solo nei paesi con moneta in apprezzamento, ma anche su scala mondiale.

Asimmetria del processo di aggiustamento.

Volendo riepilogare questa breve rassegna, si può affermare che nel 1977 le politiche di aggiustamento hanno avuto nel complesso un effetto depressivo netto sull'attività economica mondiale. E ciò per due ovvie ragioni. In primo luogo, è rimasto, sebbene ridotto, lo squilibrio petrolifero: la somma dei disavanzi di parte corrente è stata quindi maggiore di quella delle eccedenze suscettibili di aggiustamento. In secondo luogo, nei paesi eccedentari la domanda interna non si è sufficientemente dilatata, in quanto l'espansione della spesa pubblica e privata è stata raffrenata dalle passate esperienze inflazionistiche, dal permanere di situazioni di inflazione dei costi e dei prezzi, oppure ancora da squilibri strutturali. Ciò ha comportato che, mentre la politica restrittiva della domanda adottata dai paesi deficitari si è dimostrata particolarmente efficace, non lo è stata altrettanto la corrispettiva politica espansiva nei paesi eccedentari. L'onere dell'aggiustamento è dunque gravato sul primo gruppo di paesi, non molto diversamente da quanto sarebbe avvenuto in un regime di cambi fissi.

Questo risultato non è così sorprendente, anche se i tassi nominali di cambio hanno avuto ampie oscillazioni dall'inizio della fluttuazione. In realtà, si può pensare che le variazioni dei tassi di cambio abbiano accentuato l'impatto asimmetrico di questi fattori di squilibrio, anziché neutralizzarlo. Per quanto concerne i paesi le cui monete si sono deprezzate, sono apparse inevitabili politiche restrittive al fine di spezzare la spirale deprezzamento-inflazione. D'altra parte, l'apprezzamento della moneta nei paesi eccedentari, ostacolando la ripresa degli investimenti, ha agito da ulteriore freno all'espansione interna ed è quindi parzialmente responsabile del limitato successo delle politiche economiche espansive.

Volume delle importazioni.
Variazioni percentuali sull'anno.*



N° 2246

* Calcolate in base alle medie mobili di 2 trimestri dei dati trimestrali non destagionalizzati.

L'effetto globale di questo processo di aggiustamento asimmetrico sull'attività economica mondiale può essere rilevato dal grafico che riporta, per il periodo 1967-1977, i tassi di variazione su dodici mesi del volume delle importazioni. Il fatto sorprendente che risulta dalla parte superiore del grafico è che fino al 1972 vi è stato scarso sincronismo nell'andamento delle importazioni verso gli Stati Uniti, il Giappone e l'Europa. Tale sincronismo è iniziato nella fase di rapida espansione del 1972-73 ed è da allora continuato, nonostante i tassi di cambio flessibili; soltanto gli Stati Uniti hanno manifestato in epoca recentissima un significativo aumento in termini reali delle importazioni.

Un secondo notevole fenomeno, che si delinea nella parte inferiore del grafico, è che i paesi in via di sviluppo (compresi quelli produttori di petrolio) hanno continuato per tutta la fase recessiva degli anni 1974-75 a fornire un attivo sostegno al commercio mondiale - sostegno invero ben vigoroso sino alla fine del 1974. L'elemento nuovo negli andamenti più recenti consiste nel simultaneo calo dei tassi di crescita delle importazioni in volume sia nelle maggiori aree industriali, sia nei paesi in via di sviluppo.

Ciò detto, c'è da chiedersi se il mondo non sia stato trascinato in un processo cumulativo che potrebbe condurre non solo ad un ulteriore rallentamento dello sviluppo, ma persino ad un'autentica recessione. Una siffatta eventualità appare tuttavia improbabile. E' pur vero che un certo numero di paesi sviluppati minori e di paesi in via di sviluppo - quelli le cui partite correnti lo scorso anno si sono deteriorate - non possono e non debbono posporre il processo di aggiustamento, e di fatto alcuni di essi hanno già intrapreso politiche restrittive all'interno delle proprie economie. E, ciò che più importa, difficilmente si può pensare che gli Stati Uniti continuino nel loro ruolo solitario di "locomotiva": molti economisti prevedono per i prossimi dodici mesi una normale decelerazione ciclica nel ritmo di espansione dell'economia americana.

D'altra parte, esistono diverse ragioni per sperare che l'economia mondiale possa trarre sostegno da altre fonti. Il Giappone e la Germania hanno preso iniziative volte ad espandere la domanda interna che si spera abbiano un positivo effetto sulle loro importazioni. Molti paesi maggiori, sia industriali sia in via di sviluppo, che sono riusciti a riequilibrare i loro conti con l'estero, sono ora in grado di attenuare l'indirizzo restrittivo delle loro politiche. In ciò sarà loro di ausilio il fatto che, nella maggior parte dei casi, essi sono riusciti a ricostituire le proprie riserve sull'estero e che sui mercati internazionali del credito e dei capitali prevale una situazione di liquidità. I dati relativi alle variazioni nel consumo di petrolio per unità di prodotto nazionale lordo rivelano chiaramente che è già intervenuto un certo aggiustamento reale in reazione ai rincari del petrolio, ed altri potranno quindi seguirne. Molte di queste speranze sono naturalmente fondate sull'assunto che i responsabili della politica economica sappiano far fronte all'importante compito di coordinare efficacemente i loro sforzi al fine di sconfiggere le forze recessive in atto nell'economia mondiale. Alcuni di questi problemi di politica economica verranno trattati nella parte conclusiva della Relazione.

II. I RECENTI ANDAMENTI ECONOMICI E FINANZIARI NEI PAESI INDUSTRIALI DELL' OCCIDENTE.

Nel corso del 1977 vi è stata una marcata differenza fra l'andamento dell'attività economica negli Stati Uniti e quello delineatosi negli altri paesi industriali. Negli Stati Uniti l'economia ha continuato ad espandersi ad un ritmo alquanto sostenuto, sorretta da un apprezzabile aumento nella spesa per consumi e per l'edilizia abitativa, nonché da una ripresa degli investimenti produttivi del settore privato. In Giappone, per contro, il forte aumento delle esportazioni e della spesa pubblica non è riuscito a dare slancio alla domanda interna del settore privato e pertanto la produzione è rimasta stagnante dalla primavera del 1977 in poi; nell'Europa occidentale la produzione industriale è addirittura diminuita nel corso della primavera e dell'estate. Il rilancio da lungo tempo atteso degli investimenti fissi non è riuscito a concretarsi, ed al rallentamento nella spesa per consumi delle famiglie e nella costituzione di scorte si è accompagnata una crescita delle esportazioni inferiore alle aspettative dei singoli paesi, a causa della situazione di debolezza delle economie sia nell'Europa sia nel mondo non industrializzato. A partire dal tardo autunno la produzione industriale ha ripreso ad espandersi in Giappone e nell'Europa occidentale; ulteriore terreno è stato tuttavia perso rispetto alle tendenze di sviluppo antecedenti alla recessione.

La differenza nel ritmo di sviluppo economico fra gli Stati Uniti ed il rimanente mondo industrializzato si è anche rispecchiata nell'andamento della disoccupazione e dei prezzi. Negli Stati Uniti il numero degli occupati è fortemente aumentato, vi è stato un sensibile calo della disoccupazione, ed i prezzi al consumo hanno mostrato una tendenza ad aumentare più rapidamente. Negli altri paesi non vi è stato alcun calo significativo della disoccupazione; per contro, in parecchi di essi il tasso d'inflazione è andato diminuendo.

L'espansione della massa monetaria si è mantenuta in genere moderata rispetto ai parametri di alcuni recenti anni, benché vi siano state fasi di rapida crescita negli Stati Uniti, in Germania, in Svizzera e nel Regno Unito, paesi in cui gli aggregati monetari avevano avuto in precedenza un andamento relativamente stabile. In seguito al protrarsi della fase ciclica ascendente, negli Stati Uniti sono fortemente aumentati i crediti alle imprese ed al consumo ed i prestiti ipotecari, mentre negli altri paesi il mercato creditizio è stato ancora influenzato principalmente dalla domanda di fondi del settore pubblico. Tuttavia, salvo poche eccezioni, la maggior parte del fabbisogno della pubblica amministrazione ha potuto essere facilmente finanziata con mezzi non monetari. I tassi di interesse a breve sono saliti negli Stati Uniti, mentre hanno nel complesso registrato un calo in molti altri paesi. Di riflesso al rallentamento dell'inflazione, i tassi di interesse a lungo termine hanno subito una sensibile flessione in Giappone e in Germania. Negli altri paesi i rendimenti sono scesi di poco o, come nel caso degli Stati Uniti, sono leggermente aumentati.

L'evoluzione della ripresa economica.

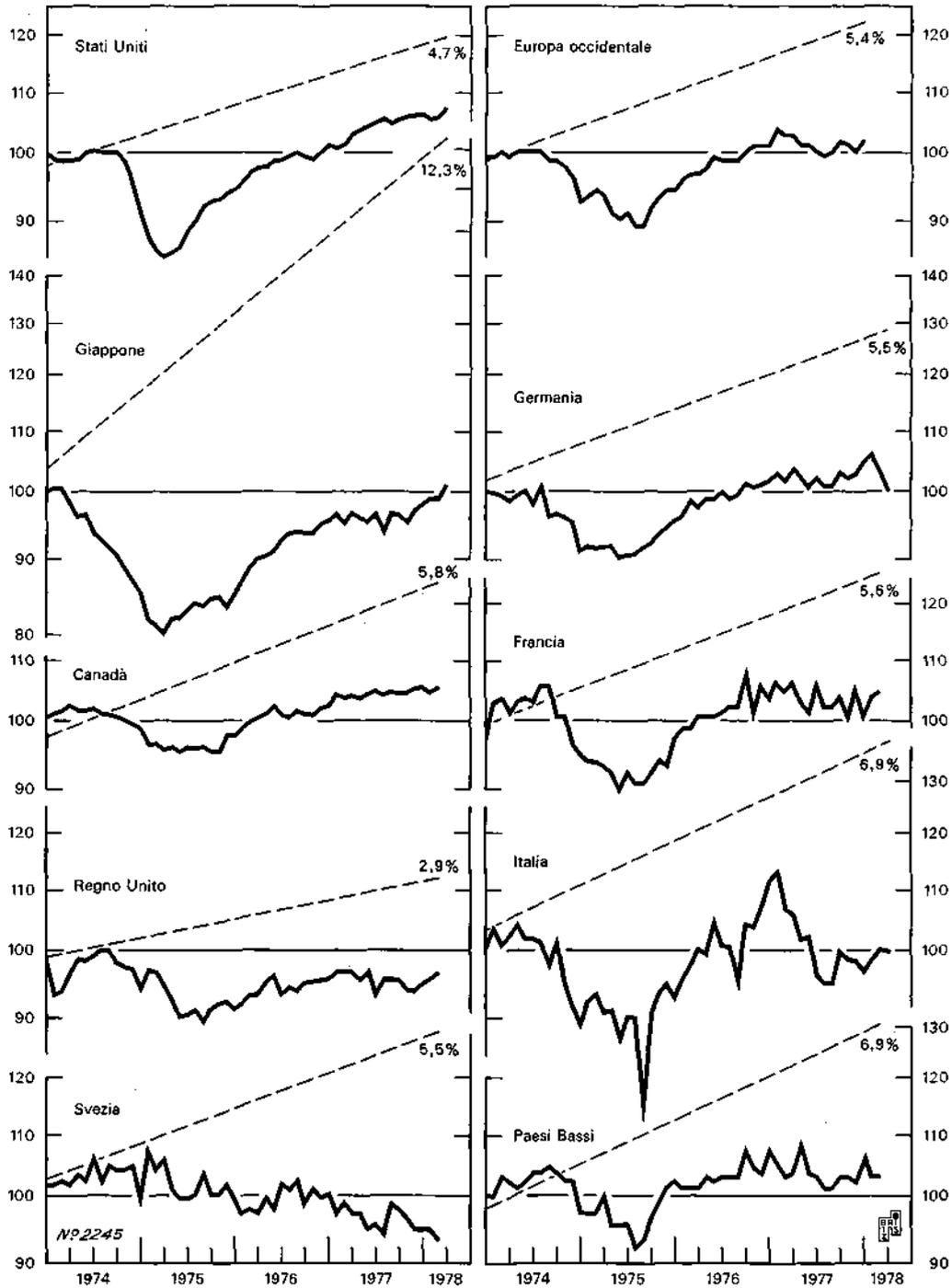
Se si considera l'ampiezza del calo produttivo durante la recessione mondiale degli anni 1974-75, la successiva ripresa nei paesi industriali si è rivelata, nonostante un vigoroso inizio, alquanto debole ed incerta. Il grafico a pagina 15 ne evidenzia il lento ed irregolare decorso attraverso l'andamento della produzione industriale, un indicatore sensibile ed abbastanza tempestivo dell'evoluzione congiunturale. Il grafico riporta anche le linee di tendenza della produzione industriale per il periodo 1955-1974. Il rincaro dell'energia e le connesse variazioni nei costi dei fattori e nella struttura della domanda hanno reso necessariamente obsoleta una parte degli impianti. Inoltre, la crescita del potenziale produttivo è stata ridotta dai bassi tassi d'investimento degli ultimi anni e, in alcuni paesi, da un rallentamento nella crescita delle forze di lavoro, dal restringimento del divario tecnologico rispetto ai paesi più avanzati e dalla necessità di tenere in maggior conto considerazioni di tipo ecologico. Va peraltro considerato che il parametro così spesso adottato nel valutare l'evoluzione economica degli anni recenti si basa sulle tendenze di sviluppo della produzione nel periodo precedente la recessione e sulle aspettative da esse generate di un continuo miglioramento dei redditi reali. L'uso frequente della parola "crisi" per designare la recente situazione va considerato per lo più in rapporto alla eccezionale prestazione ottenuta nel passato.

Come già descritto nella Relazione annuale dello scorso anno, nella maggior parte dei paesi, ad un forte rilancio iniziale dell'attività economica verso la fine del 1975, fece seguito nella successiva primavera una pausa piuttosto prolungata, durante la quale la produzione conseguì solo una modesta espansione. In alcuni paesi, nella parte finale del 1976 ed agli inizi del 1977, si ebbe un nuovo balzo in avanti della produzione che induceva a sperare nella continuità di una ripresa in grado di sostenersi. Invece, una nuova ricaduta doveva presto seguire.

Nel corso del 1977, con il procedere della ripresa, la crescita della produzione negli Stati Uniti è andata perdendo di vigore, ma nel complesso si è mantenuta più prossima che altrove alla tendenza del periodo precedente la recessione. Negli altri paesi vi sono stati nuovamente segni di debolezza di fondo. Durante la primavera, in Giappone e in Canada l'attività produttiva ha cominciato a ristagnare, mentre nell'Europa occidentale si sono addirittura registrate flessioni della produzione industriale nel periodo estivo e in autunno. Dati gli scarsi progressi conseguiti nel riassorbimento della capacità produttiva inutilizzata, l'espansione andava chiaramente illanguidendo.

Il fatto più deludente è stato lo svingorirsi della ripresa in Germania e Giappone, due paesi che avevano compiuto rapidi progressi nel porre sotto controllo l'inflazione e dai quali, in considerazione delle forti posizioni di parte corrente delle loro bilance dei pagamenti, ci si era atteso un ruolo trainante nell'economia mondiale. In nessuno dei due paesi vi è stato un aumento significativo della produzione industriale dall'inizio del 1977 sin verso la fine dell'anno. Risultati ancora peggiori hanno in genere ottenuto gli altri paesi industriali, molti dei quali hanno più di recente messo in atto o inasprito politiche economiche restrittive, miranti a fronteggiare elevati tassi d'inflazione e deboli posizioni sull'estero. Nel periodo compreso fra gennaio ed ottobre la produzione industriale è calata del 5,4% in Francia, del 2,3% nei Paesi Bassi e del 3,4% in Belgio. L'Italia, paese in cui nel 1976 l'attività economica aveva segnato

Andamenti della produzione industriale raffrontati con tendenze anteriori alla recessione.*



* Indici mensili (quarto trimestre 1973 = 100) e tendenze logaritmico-lineari, basate su dati trimestrali, per il periodo 1955-74; i valori percentuali indicati rappresentano i tassi medi annui di crescita impliciti in tali tendenze.

una forte espansione e dove era stata attuata una serie di provvedimenti restrittivi concordati con il FMI, la flessione nel periodo gennaio-ottobre 1977 ha raggiunto il 13%. Nel Regno Unito è stato annullato il modesto incremento conseguito nel 1976, e nell'ottobre 1977 l'indice della produzione si trovava ad un livello superiore solo del 5% al minimo della recessione del 1975. In Svezia, dove in precedenza l'economia era stata deliberatamente schermata dalla recessione mondiale, nel terzo trimestre la produzione era ricaduta ad un minimo non più toccato dall'inizio del 1973.

Ad autunno avanzato pare sia stato superato il punto di svolta inferiore nell'attività produttiva, e da allora è stato possibile ravvisare un modesto progresso in molti paesi europei ed anche in Giappone. I modesti risultati conseguiti dagli Stati Uniti agli inizi del 1978 sono da attribuire a scioperi e ad un inverno rigido; le vertenze sindacali hanno anche influenzato l'andamento dell'economia della Germania durante la primavera.

L'andamento differenziato della produzione industriale nei vari paesi si rispecchia abbastanza da vicino nell'evoluzione del più ampio aggregato, il prodotto nazionale lordo. I tassi trimestrali di crescita a prezzi costanti del prodotto nazionale lordo nei paesi maggiori evidenziano un generale indebolimento dopo il primo trimestre 1977, con un rallentamento negli Stati Uniti e periodi di stagnazione o flessione altrove. Fatta eccezione per l'Italia, le fasi di calo non si sono tuttavia protratte per più di un trimestre. Su base annua, in quasi tutti i paesi industriali vi è stato un rallentamento in termini reali nella crescita del PNL fra il 1976 ed il 1977. In parecchi di tali paesi nel 1977 lo sviluppo è stato sensibilmente inferiore alle previsioni od agli obiettivi resi noti dalle rispettive autorità; fra di essi spicca il caso della Germania, dove l'aumento su dodici mesi è risultato essere solo del 2,5%, rispetto ad un obiettivo ufficialmente dichiarato del 5%.

Quali le cause di questa battuta d'arresto apparentemente così inattesa? Il raffronto fra la dinamica delle componenti della domanda globale può contribuire a far luce su questo problema. Le tabelle che seguono evidenziano le variazioni intervenute negli anni recenti, sulla base dei dati del quarto trimestre per quanto concerne i paesi maggiori, mentre per quelli minori il raffronto è basato sui valori medi annui.

Gli elementi di debolezza nella domanda globale.

Fino alla primavera dello scorso anno la ripresa, nella misura in cui vi è stata, si basava in gran parte su una svolta favorevole nel ciclo delle scorte e sulla spesa per beni di consumo durevoli differita durante la recessione. La speranza che vi si sarebbe innestata un'espansione capace di sostenersi autonomamente era legata all'aspettativa che, al venir meno delle tensioni inflazionistiche, gli investimenti fissi e, in alcuni casi, le esportazioni, avrebbero infine preso slancio. In realtà l'aumento nei consumi delle famiglie ha subito un rallentamento, la costituzione di scorte ha fornito uno scarso impulso ulteriore e gli investimenti fissi privati sono rimasti deboli in quasi tutti i paesi ad esclusione degli Stati Uniti. Al tempo stesso, nell'intento di migliorare le posizioni sull'estero o al fine di non riattivare aspettative inflazionistiche, le autorità di molti paesi hanno contribuito a determinare il nuovo rallentamento, permettendo al sistema tributario di decurtare la crescita dei redditi nel settore privato.

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

Paesi	Anni	PNL a prezzi costanti	Domanda finale ¹	Domanda interna				Esporta- zioni	Importa- zioni	
				Totale ²	privati	pubblici	Investimenti fissi escluse abita- zioni			abita- zioni
media delle variazioni annuali per il periodo 1960-74 e variazioni in anni terminanti con il 4° trimestre del 1975, 1976 e 1977. In percentuale.										
Stati Uniti . .	1960-74	3,6	3,6	3,6	3,8	2,9	5,0	1,8	7,1	6,9
	1975	2,5	3,5	2,2	5,3	2,7	-10,4	7,3	-1,4	-7,3
	1976	4,7	4,4	5,5	5,9	0,3	7,0	22,1	4,4	17,7
	1977	5,7	4,8	6,3	4,8	4,7	8,3	15,0	-2,2	7,0
Giappone . .	1960-74	9,4	9,3	9,3	8,3	6,2	12,0	12,1	14,5	13,9
	1975	3,5	4,2	2,6	6,2	6,8	-5,3	9,4	0,4	-7,4
	1976	5,1	4,7	4,0	3,9	2,7	5,1	-2,8	18,4	14,0
	1977	5,3	6,0	4,2	2,9	4,8	8,8	6,5	4,1	-5,2
Germania . .	1960-74	4,2	4,3	4,1	4,4	4,7	4,7 ³	2,6 ⁴	8,1	6,2
	1975	1,6	1,7	3,7	3,8	5,1	8,2 ³	-0,8 ⁴	-1,7	6,1
	1976	4,8	3,0	5,1	3,3	0,3	5,3 ³	5,6 ⁴	10,3	12,4
	1977	2,1	3,2	1,2	3,2	1,7	3,9 ³	-1,1 ⁴	4,6	1,8
Francia . . .	1960-74	5,4	5,4	5,4	5,3	3,7	7,2		9,4	10,4
	1975	2,9	4,1	4,2	6,7	7,8	2,5		-0,5	5,5
	1976	4,2	2,7	3,0	3,5	1,5	3,3		13,1	8,0
	1977	2,4	3,4	0,5	2,0	3,3	-0,1		6,0	-2,1
Regno Unito.	1960-74	2,8	2,9	2,7	2,5	2,4	4,4	3,2	5,5	5,0
	1975	-2,1	-0,9	-3,4	-3,4	5,1	-8,2	6,1	1,0	-4,3
	1976	3,9	2,3	3,2	2,9	1,5	-2,4	-8,1	8,8	6,1
	1977	-0,3	-0,4	-0,8	-0,3	-0,3	-3,5	-5,3	0,6	-1,3
Italia	1960-74	5,1	5,0	5,0	5,4	3,7	4,3	3,8	10,9	9,8
	1975	0,6	.	-0,3		2,3 ³	-11,0		10,3	6,2
	1976	6,0	.	4,6		3,8 ²	8,5		9,3	3,1
	1977	-1,4	.	-3,0		-2,5 ²	-5,1		3,1	-3,6
Canada . . .	1960-74	5,4	5,3	5,5	5,2	5,9	5,7	6,0	7,9	8,3
	1975	2,6	6,7	3,5	8,4	2,5	6,1	19,2	-4,2	-2,1
	1976	3,5	2,0	4,1	5,7	-0,5	-5,6	5,3	8,1	7,6
	1977	4,0	4,4	0,6	0,9	2,9	2,3	-10,1	9,8	-2,0

¹ Prodotto nazionale lordo a prezzi costanti meno investimenti netti in scorte. ² Comprende le variazioni delle scorte. ³ Macchinari ed attrezzature. ⁴ Totale costruzioni.

Molti paesi contavano su un rafforzamento della componente esterna della domanda per poter superare una necessaria fase di riassetto finanziario e di bilancio. Non sorprende tuttavia, data la diffusa tendenza ad una politica fiscale restrittiva, che la domanda interna abbia subito un simultaneo rallentamento in gran parte del mondo industrializzato e nei paesi in via di sviluppo. La conseguente decelerazione nella crescita delle importazioni si è rispecchiata in un volume di esportazioni inferiore alle attese dei singoli paesi.

Dal punto di vista del processo di aggiustamento a livello internazionale è interessante raffrontare l'andamento della domanda interna globale con la dinamica del PNL. Un tale raffronto può contribuire ad indicare in quale misura i singoli paesi abbiano trasmesso impulsi espansivi all'economia mondiale, oppure abbiano tratto sostegno, su base netta, dalla componente estera. Negli Stati Uniti l'espansione della spesa interna ha di gran lunga sorpassato la crescita del PNL, ma l'effetto del maggiore disavanzo esterno sulle altre economie industriali si è concentrato soprattutto su Canada e Giappone. In Italia, nel Regno Unito e in Spagna, paesi in cui

erano in atto severi programmi di stabilizzazione, la spesa interna si è nettamente indebolita ed il commercio con l'estero ha agito a sostegno della produzione. Tuttavia, la spesa interna è cresciuta più lentamente della domanda globale in molti altri paesi, fra cui Germania, Giappone e Svizzera. Nel 1977 le importazioni di beni e servizi hanno registrato in termini reali solo un modesto aumento o addirittura una flessione nella maggior parte dei paesi industriali, ad eccezione degli Stati Uniti. Se ciò era in molti casi compatibile con gli assunti delle autorità nazionali, lo stesso non può dirsi della lenta crescita delle esportazioni conseguente ai provvedimenti presi negli altri paesi in vista di obiettivi analoghi.

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

Paesi	Anni	PNL a prezzi costanti	Doman- da finale ¹	Domanda Interna					Esporta- zioni	Importa- zioni
				Totale ²	privati	pubblici	Investimenti fissi escluse abita- zioni	abita- zioni		
media delle variazioni annuali per il periodo 1960-74 e variazioni annuali per gli anni 1975, 1976 e 1977. In percentuale.										
Austria . . .	1960-74	4,9	4,9	5,0	4,8	3,3	5,1 ³	8,3 ⁴	9,0	9,1
	1975	- 2,0	0,8	- 2,7	2,5	3,0	- 8,0 ³	- 4,4 ⁴	- 7,2	- 9,0
	1976	5,2	1,9	7,6	4,0	2,5	10,9 ³	2,0 ⁴	11,3	17,9
	1977	3,5	5,3	4,9	5,9	2,0	12,4 ³	5,1 ⁴	5,0	8,5
Belgio . . .	1960-74	5,0	4,8	4,8	4,2	5,3	5,7	4,4	9,1	8,7
	1975	- 2,0	1,0	- 0,4	0,9	7,2	- 2,4	- 5,9	8,8	11,1
	1976	5,5	4,3	5,9	6,1	4,6	- 4,1	15,4	9,3	10,4
	1977	1,7	2,2	2,1	2,6	5,3	0,6	0,0	5,3	6,2
Danimarca .	1960-74	4,2	4,3	4,2	3,6	5,4	5,2	7,1	7,0	7,1
	1975	- 1,7	2,7	- 2,8	4,9	5,8	- 8,4	- 16,8	- 2,4	- 4,2
	1976	5,0	1,5	12,4	6,5	6,3	15,8	25,4	3,4	16,8
	1977	1,5	3,2	- 2,6	0,0	2,5	- 4,3	- 15,0	4,5	- 3,0
Finlandia . .	1960-74	5,2	4,8	5,3	5,1	5,7	3,6	6,7	6,7	7,2
	1975	0,9	1,0	4,6	3,7	6,4	10,8	- 3,6	- 13,9	0,4
	1976	0,4	1,5	- 3,4	0,0	3,3	- 12,1	- 11,5	13,7	- 3,3
	1977	- 0,9	1,7	- 4,3	- 2,0	4,7	- 9,0	2,7	7,7	- 5,7
Norvegia . .	1960-74	4,8	4,7	4,9	4,1	5,7	5,9	6,6	7,2	7,4
	1975	4,2	5,7	5,9	5,2	6,2	12,7	7,9	3,1	7,0
	1976	5,8	6,2	7,0	6,3	7,0	11,7	- 1,8	9,4	12,0
	1977	4,1	6,8	1,8	4,6	10,2	1,8	- 1,2	7,2	2,2
Paesi Bassi .	1960-74	5,1	5,2	4,8	5,5	3,0	4,7	6,5	8,6	8,4
	1975	- 1,2	2,4	- 1,7	3,9	4,9	- 3,5	- 6,8	- 2,9	- 4,0
	1976	4,6	2,2	4,5	2,7	4,4	- 3,0	1,9	10,3	10,9
	1977	2,2	2,3	5,1	3,9	2,5	10,0	14,9	- 2,2	2,5
Spagna . . .	1960-74	7,3	7,1	7,6	6,9	6,0	9,6		11,1	15,2
	1975	0,6	1,4	0,4	1,8	6,0	- 2,4		- 1,3	- 2,6
	1976	2,0	2,5	1,6	2,8	5,5	- 1,5		9,4	5,7
	1977	2,4	2,6	0,1	0,1	4,5	- 1,4		11,0	- 4,5
Svezia . . .	1960-74	4,1	4,1	3,8	3,3	4,7	4,3	3,8	8,5	7,3
	1975	1,0	0,4	3,3	3,1	5,1	0,6	- 3,5	- 8,8	- 1,8
	1976	1,7	2,1	2,3	4,3	3,7	- 0,1	- 9,0	4,5	6,7
	1977	- 2,4	1,5	- 3,1	1,3	3,2	- 1,9	- 9,0	- 1,0	- 3,3
Svizzera . . .	1960-74	4,2	4,2	4,5	4,2	5,0	6,4	- 0,5	6,5	7,4
	1975	- 7,4	- 2,6	- 10,6	- 2,9	0,7	- 8,1	- 30,6	- 6,6	- 15,4
	1976	- 2,1	- 1,8	- 1,4	0,5	4,0	- 10,1	- 13,5	10,2	12,7
	1977	4,1	3,1	3,6	2,5	1,0	3,2	2,1	10,5	9,4

¹ Prodotto nazionale lordo a prezzi costanti meno investimenti netti in scorte. ² Compresa le variazioni delle scorte. ³ Macchinari ed attrezzature. ⁴ Totale costruzioni.

La spesa del settore privato.

Nel 1977 i *consumi delle famiglie*, che in precedenza avevano svolto un ruolo primario nella ripresa economica, hanno perso di slancio, e ciò, almeno per un certo tempo, anche negli Stati Uniti, dove una fase di rapida crescita all'inizio del 1977 è stata seguita da un lungo periodo di stabilizzazione protrattosi sino all'ultimo trimestre dell'anno. Nella maggior parte degli altri paesi i tassi di incremento in termini reali della spesa per consumi sono stati solo modesti e comunque ben lontani dai valori medi di lungo periodo; nel Regno Unito è intervenuta addirittura una flessione.

Le differenze sono in gran parte da ricollegare alle tendenze divergenti nei redditi disponibili delle famiglie: all'accelerazione che negli Stati Uniti si è accompagnata al rapido aumento dell'occupazione si contrappone il rallentamento prodottosi in Giappone e nei paesi dell'Europa occidentale, dove, nella maggior parte dei casi, ad una flessione nella crescita dei salari nominali si sono aggiunti un severo drenaggio fiscale ed un aumento della disoccupazione. In Italia hanno avuto un peso non trascurabile le nuove imposizioni fiscali miranti a ridurre il disavanzo di bilancio, mentre nel Regno Unito il proseguimento della politica dei redditi ha condotto ad un'ulteriore riduzione dei salari reali. Negli Stati Uniti la propensione al risparmio delle famiglie ha raggiunto nel primo trimestre del 1977 il livello più basso degli ultimi 25 anni, anche se in seguito è lievemente risalita. Sembra che lo scorso anno la propensione al risparmio sia scesa anche nella maggior parte degli altri paesi; tuttavia, misurata in rapporto ai livelli massimi della fase recessiva, la flessione è stata generalmente inferiore a quella degli Stati Uniti.

Verso la fine dello scorso anno vi sono stati segni di ripresa nei consumi delle famiglie in alcuni paesi europei. Ciò ha rispecchiato principalmente l'effetto espansivo prodotto sui redditi disponibili da alcuni provvedimenti fiscali decisi in autunno, e dal rallentamento dell'inflazione, che ha elevato in particolare il potere d'acquisto dei redditi da lavoro dipendente.

Le variazioni delle *scorte* hanno fornito uno scarso contributo all'andamento della produzione nel corso del 1977, e nella maggior parte dei casi sono state in realtà un indubbio fattore di debolezza. Persino negli Stati Uniti le imprese hanno tenuto una condotta prudentiale nell'incrementare le scorte. Nella maggior parte degli altri paesi la formazione di scorte ha segnato il passo a causa delle scarse prospettive di espansione della spesa finale o, quando le giacenze si sono rivelate eccessive, le imprese hanno agito nel senso di una loro riduzione.

Il forte rilancio dell'*edilizia residenziale*, aspetto di regola caratteristico della prima fase della ripresa economica, si è manifestato nel 1977 soltanto negli Stati Uniti; qui la domanda di abitazioni unifamiliari è stato l'elemento propulsivo, mentre l'attività costruttiva nel comparto dei complessi residenziali multifamiliari è rimasta stagnante. In molti paesi europei il mercato dell'edilizia abitativa è stato ancora dominato dalla pesante presenza di unità invendute. Nel 1977, in Germania e nei Paesi Bassi la costruzione di fabbricati residenziali ha finalmente dato alcuni segni di risveglio, mentre altrove gli investimenti in abitazioni hanno subito in genere una flessione.

Nel settore degli *investimenti fissi* (escluse le abitazioni) il contrasto fra i diversi paesi è stato nel 1977 particolarmente netto. Negli Stati Uniti la ripresa economica si

è dimostrata capace di autoalimentarsi soprattutto grazie ad un rilancio degli investimenti fissi delle imprese. La spesa per mezzi di trasporto è salita decisamente agli inizi del 1977, e con il procedere dell'anno si è rafforzata la spesa in macchinari ed attrezzature. Benché il comparto delle costruzioni non residenziali sia stato assai meno dinamico, nel quarto trimestre il totale degli investimenti fissi delle imprese risultava superiore dell'8,5% in termini reali al livello di un anno prima. Nell'Europa occidentale ed in Giappone, per contro, gli investimenti fissi delle imprese hanno ancora rappresentato una componente assai debole della spesa globale. Tale comparto, già tutt'altro che dinamico nel 1976, lo scorso anno ha avuto una crescita solo modesta in Germania, è rimasto stagnante in Francia e in Belgio, ed ha accusato una flessione in Svezia. Gli incrementi registrati nel Regno Unito, in Svizzera e nei Paesi Bassi vanno considerati alla luce delle contrazioni intervenute nei due o tre anni precedenti. Il totale degli investimenti fissi privati e pubblici (escluse le abitazioni) è ancora stato inferiore al livello di punta degli anni 1972-73 in tutti i maggiori paesi industriali, eccetto il Canada, dove i progetti di sviluppo nel settore dell'energia hanno avuto un ruolo di rilievo, e la Francia.

L'effetto propulsivo della politica fiscale sull'economia.

Se si considera la debolezza della spesa privata, può sembrare sorprendente che in molti paesi la politica fiscale abbia mantenuto un indirizzo restrittivo per la maggior parte del 1977. Il rapporto fra il disavanzo finanziario delle amministrazioni pubbliche ed il prodotto nazionale lordo, nel complesso contrattosi fortemente nel 1976, è stato mantenuto entro limiti modesti oppure è stato ulteriormente ridotto in tutti i maggiori paesi ad eccezione del Giappone e dell'Italia (vedasi tabella a pagina 60). La spesa per consumi pubblici è cresciuta alquanto lentamente nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale, mentre ha subito un leggero calo nel Regno Unito. Ancor più rimarchevole appare il fatto che l'investimento pubblico è calato non soltanto nel Regno Unito, ma anche in Germania e nei Paesi Bassi. Al tempo stesso le entrate tributarie si sono mantenute a livelli elevati, nonostante la più lenta crescita dei redditi e della spesa del settore privato.

E' ben vero che nell'ultima parte del 1976 erano stati introdotti, in Italia, nel Regno Unito, in Francia e in molti paesi minori, provvedimenti restrittivi di bilancio, nel quadro di programmi di stabilizzazione. Tuttavia, la persistente inflazione ha comportato un deciso drenaggio fiscale e una nuova atmosfera di parsimonia nella spesa pubblica è andata diffondendosi un po' ovunque. Ciò sembra aver rispecchiato le inquietudini circa le potenziali implicazioni monetarie di ampi disavanzi di bilancio, nonché — in alcuni casi — la preoccupazione destata dalla dimensione stessa del disavanzo, e l'assillo di ottenere nuovi progressi nella riduzione della crescita tendenziale della spesa pubblica. In verità i tentativi di contenimento della stessa hanno spesso avuto effetti maggiori di quelli desiderati; in alcuni casi poi, ritardi di natura legale od amministrativa hanno ostacolato l'esecuzione di ampi progetti d'investimento e le autorità centrali non sono state in grado di impedire tagli di spesa da parte di enti locali.

Peraltro, nel corso del 1977 un numero crescente di paesi ha messo in atto sgravi fiscali e provvedimenti di spesa volti a sostenere l'occupazione ed aumentare i redditi del settore privato. Negli Stati Uniti agli inizi dell'anno sono state approvate

riduzioni delle imposte dirette e misure per il rilancio degli investimenti pubblici. In Giappone, dove, a partire dal tardo autunno del 1976, il governo ha progressivamente ampliato il programma di opere pubbliche, la spesa pubblica è aumentata alquanto rapidamente. In alcuni paesi, fra i quali Belgio, Danimarca, Svezia e Canada, è stata incrementata la spesa pubblica a favore di programmi selettivi volti a creare nuovi posti di lavoro, confidando maggiormente nelle politiche monetarie per salvaguardare la posizione verso l'estero.

A partire dall'estate in Germania, Francia, Regno Unito, Paesi Bassi e Giappone è stata introdotta un'ampia gamma di provvedimenti di politica fiscale orientati in senso espansivo. Essa comprendeva: maggiori investimenti pubblici, incentivi all'investimento privato (Germania e Francia), sgravi relativamente all'imposta personale sul reddito (Germania e Regno Unito) o fiscalizzazioni degli oneri sociali (Paesi Bassi), maggiori erogazioni per trasferimenti e provvedimenti selettivi volti a sostenere l'occupazione nel settore pubblico o privato (Francia, Paesi Bassi e Regno Unito). Pur non essendo stati fortemente propulsivi, questi programmi hanno fornito un certo sostegno all'attività di investimento, mentre le misure di politica tributaria hanno mirato a controbilanciare il maggiore impatto del drenaggio fiscale sui redditi del settore privato. Lo stesso può dirsi del pacchetto di riduzioni delle imposte sul reddito delle imprese e delle persone fisiche, per \$24 miliardi, proposto dal Presidente degli Stati Uniti nel gennaio scorso, che però tendeva anche a controbilanciare l'effetto dei più elevati contributi di sicurezza sociale.

In conseguenza di questi diversi provvedimenti, nell'ultima parte del 1977 ed agli inizi del 1978 la spesa pubblica ha acquistato una maggiore dinamica in alcuni dei paesi in cui essa era stata precedentemente debole. In Germania, in particolare, gli investimenti pubblici hanno infine assunto un andamento ascendente, fornendo un desiderato sostegno al settore dei beni capitali.

Prezzi e costi.

Nello scorso anno i tassi d'inflazione sono ulteriormente calati nella maggior parte dei paesi. Vi è stata invero nel primo semestre una leggera accelerazione, abbastanza generalizzata, nel tasso di crescita dei prezzi al consumo, principalmente per effetto di un rincaro delle derrate alimentari. In seguito è tuttavia intervenuto un rallentamento in tutti i paesi, eccetto Canada, Danimarca, Norvegia, Svezia e Spagna, nonché gli Stati Uniti, le cui statistiche mensili evidenziano chiaramente una nuova accelerazione. Va notato che lo scorso anno questi ultimi paesi hanno tutti registrato significativi deprezzamenti delle loro monete. In Italia e nel Regno Unito i tassi d'inflazione, che avevano in precedenza raggiunto il 25%, hanno presentato una forte flessione, pur rimanendo — specie nel caso dell'Italia — a livelli piuttosto elevati. In Giappone, Germania, Belgio e Paesi Bassi i tassi di crescita dei prezzi al consumo sono stati infine riportati (con l'aiuto di apprezzamenti delle rispettive monete e dopo quasi tre anni di debole congiuntura economica e di forte disoccupazione) a livelli non di molto superiori a quelli degli anni Sessanta. In Svizzera i prezzi al consumo si sono mantenuti praticamente stabili.

L'andamento di diversi costi, in particolare, ha contribuito al diffuso rallentamento dell'inflazione. In media i prezzi delle materie prime espressi in dollari si sono stabilizzati, mentre un numero considerevole di paesi ha fruito del vantaggio addi-

Variazioni dei prezzi al consumo.

Paesi	Medie annue		Periodi di dodici mesi terminanti nel					
	1965-69	1969-73	1974 dic.	1975 dic.	1976 dic.	1977 giugno	1977 dic.	1978 aprile
valori percentuali								
Stati Uniti	3,8	4,9	12,2	7,0	4,8	6,9	6,8	6,5 ²
Canada	4,0	4,6	12,5	9,5	5,8	7,8	9,5	8,4
Giappone	4,9	7,5	22,0	7,7	10,4	8,5	4,8	4,5 ²
Germania	2,2	5,3	5,9	5,4	3,9	4,0	3,5	2,9
Francia	4,0	6,1	15,2	9,6	9,9	10,2	9,0	9,2 ²
Regno Unito	4,1	8,0	19,2	24,9	15,1	17,7	12,1	7,9
Italia	2,1	3,6	25,3	11,1	21,8	20,0	14,9	12,5 ²
Austria	3,8	5,7	9,7	6,8	7,2	5,9	4,6	3,9
Belgio	3,4	5,2	15,7	11,0	7,6	7,8	6,3	5,3
Danimarca	6,4	6,4	15,5	9,6	13,1	10,8	12,2	12,2 ²
Finlandia	5,0	6,9	16,9	18,1	12,3	14,6	11,9	10,5 ¹
Norvegia	3,6	7,9	10,5	11,0	8,0	8,7	9,1	8,2
Paesi Bassi	5,1	6,7	10,9	9,1	8,5	6,7	5,2	4,6 ²
Spagna	4,9	8,4	17,9	14,1	19,8	22,3	26,4	22,0 ²
Svezia	3,8	6,8	11,6	8,9	9,6	11,9	12,7	12,5
Svizzera	3,4	6,4	7,8	3,4	1,3	1,8	1,1	1,4

¹ Febbraio. ² Marzo

zionale di un apprezzamento in termini effettivi delle proprie monete rispetto al dollaro. Benché ancora elevate in termini assoluti, le rivendicazioni salariali si sono ulteriormente temperate. Inoltre, le imprese hanno spesso dovuto accettare una nuova compressione dei margini di profitto.

**Prezzi delle materie prime a mercato mondiale:
indicatore "Economist".**

Gruppi merceologici	1971 dic.	1974 maggio	1975 giugno	1976 dic.	1977		1978 metà maggio
					aprile	dic.	
Indici dei prezzi in dollari, 1970 = 100							
Derrate alimentari e bevande	95	269	236	336	445	374	395
Materie prime ad uso industriale	87	235	146	180	195	178	181
Metalli	76	224	111	123	138	127	123
Fibre	107	266	208	276	274	242	258
Indice generale	91	254	201	277	347	296	310
Indice generale rettificato per il deprezzamento effettivo del dollaro USA*	91	230	179	264	337	273	280

* Deprezzamento dagli accordi smithsoniani del 21 dicembre 1971.

Le quotazioni a pronti delle *materie prime* sui mercati mondiali, dopo essere ridiscese dai precedenti massimi, hanno avuto una nuova impennata nel primo semestre del 1977. Nel mese di aprile l'indice "Economist" dei prezzi in dollari si trovava ad un livello quasi doppio rispetto al minimo del giugno 1975 e del 40% superiore al massimo precedente, registrato nel maggio 1974. Nel contesto di una ripresa esitante e tutt'altro che completa nei paesi industriali, la rapida ascesa dell'indice è

parso un infausto presagio. A posteriori l'inquietudine allora suscitata sembra essere stata eccessiva: i prezzi sono infatti rapidamente ridiscesi e alla metà di febbraio di quest'anno l'indice "Economist" si trovava leggermente al disotto del livello di un anno prima. Un successivo aumento dell'indice ha rispecchiato soprattutto il deprezzamento del dollaro USA sui mercati dei cambi. Se si osserva l'andamento delle singole componenti appare che i prezzi delle derrate alimentari – per effetto degli scarsi raccolti di caffè, del rigido inverno negli Stati Uniti e della precedente siccità in Europa – sono responsabili di quasi tutto l'incremento dell'indice generale nel 1977. Essi rappresentano anche un elemento preponderante della sua successiva flessione, in concomitanza con il sensibile miglioramento intervenuto in particolare nell'offerta di derrate alimentari nella zona temperata. I prezzi delle materie prime a destinazione industriale sono dapprima saliti di circa l'8% nella prima parte del 1977, e quindi ridiscesi, cosicché agli inizi del 1978 non superavano i livelli di fine 1976. Nel caso di molti importanti metalli di base, le scorte presso le industrie trasformatrici si sono accresciute ed i prezzi a pronti dovrebbero essere attualmente vicini, o addirittura inferiori ai costi medi di produzione.

Nel 1977 si è assistito anche ad un certo indebolimento dei prezzi dell'energia (non compresi nell'indice delle materie prime). In due successive riprese, nel gennaio e nel luglio 1977, i paesi OPEC avevano in media aumentato del 10% i prezzi ufficiali del greggio; in dicembre essi hanno invece deciso di lasciarli temporaneamente invariati in termini di dollari. In verità, in presenza di un'abbondante offerta, le quotazioni di mercato della maggior parte dei grezzi sono scese al disotto dei rispettivi prezzi di riferimento.

In parte per queste ragioni, ma anche per effetto di movimenti nei tassi di cambio, nel corso del 1977 e nei primi mesi del 1978 i prezzi all'ingrosso delle materie prime e dei prodotti di base o sono sensibilmente calati, come in Belgio, Francia, Germania e Giappone, oppure hanno vistosamente rallentato la loro crescita, come in Italia e nel Regno Unito. Manifestamente in questi paesi le pressioni esogene sui costi non hanno più contribuito ad alimentare l'inflazione interna. Negli Stati Uniti i prezzi all'ingrosso di tredici materie prime ad uso industriale particolarmente sensibili alle condizioni di mercato si sono ridotti di circa il 6% fra febbraio e settembre, ma sono aumentati di circa l'8,5% fra settembre e marzo.

La dinamica ascendente dei *salari* si è dimostrata una componente più indocile nel processo inflazionistico. Dopo l'accelerazione esplosiva del 1974, i tassi di crescita delle retribuzioni nominali sono progressivamente ridiscesi, cosicché l'aumento registrato nel 1977 è stato nuovamente inferiore a quello dell'anno precedente nella maggior parte dei paesi, con le notevoli eccezioni degli Stati Uniti e – fatto più sorprendente – della Germania. Nella maggioranza dei paesi, se si eccettua la Svizzera, il tasso di crescita si è tuttavia ancora situato fra il 7,5 e il 12%, mentre in Italia e in Spagna non è sceso sotto il 20%.

Simili incrementi appaiono elevati rispetto all'aumento dei prezzi al consumo osservato l'anno scorso nella maggior parte dei paesi. Infatti, in Giappone, Germania, Italia, Belgio e Paesi Bassi, pare essersi prodotta una nuova accelerazione nella crescita dei salari reali. Ciò è in parte attribuibile ad una decelerazione nei prezzi al consumo rivelatasi più rapida di quanto previsto all'atto dei rinnovi contrattuali. Pur tuttavia ciò ha ostacolato ulteriori progressi nel processo di riduzione dei tassi d'inflazione. Va poi aggiunto che nella maggior parte dei paesi citati le retribuzioni

Retribuzioni nominali e reali nell'industria.

Paesi	Retribuzioni nominali ¹						Retribuzioni reali					
	1969-73 valori medi	1973-77 valori medi	1974	1975	1976	1977	1969-73 valori medi	1973-77 valori medi	1974	1975	1976	1977
variazioni percentuali da dicembre a dicembre												
Stati Uniti . .	6,7	7,6	8,7	6,8	7,0	7,8	1,4	-0,1	-3,1	-0,2	2,1	0,9
Canada . . .	8,5	13,3	16,6	13,4	12,4	10,0	3,4	3,7	3,6	3,6	6,5	0,5
Giappone . . .	18,7	15,0	25,6	14,5	11,2	9,3	8,9	3,6	3,0	6,3	0,7	4,3
Germania . . .	12,5	9,6	16,4	6,5	7,2	9,3	6,2	4,8	9,9	1,0	3,2	5,6
Francia	12,3	15,5	20,3	14,8	15,1	12,1	5,3	4,1	4,4	4,7	4,7	2,8
Italia	18,9	23,8	24,0	20,2	28,7	22,9	9,3	4,9	-1,0	8,2	5,8	7,0
Regno Unito	13,0	17,5	27,6	20,7	12,3	11,1	3,9	-0,2	7,1	-3,4	-2,4	-0,9
Austria	9,7	10,1	15,3	10,4	7,2	4,4	3,3	3,0	5,1	3,4	0,0	-0,2
Belgio	14,1	14,8	24,4	18,2	9,5	9,1	8,0	4,3	7,5	4,7	1,8	2,6
Danimarca . .	15,9	14,3	22,0	13,9	11,4	10,2	7,3	3,7	5,6	3,9	-1,5	-1,8
Finlandia . . .	15,4	15,9	24,6	17,2	14,0	8,8 ²	6,8	0,9	6,6	-0,6	1,5	-3,9 ²
Paesi Bassi ³	14,8	12,5	16,6	13,9	8,0	9,5	6,9	3,8	5,3	3,5	-0,6	3,9
Spagna	18,4	28,1	31,3	26,5	31,1	21,6 ²	6,2	7,2	11,4	10,9	9,4	-5,0 ²
Svezia	10,3	13,0	13,7	18,7	11,0	8,9	2,8	2,1	1,9	9,0	1,3	-3,4
Svizzera	8,8	5,6	13,0	7,7	1,6	2,1	1,0	2,2	5,0	4,2	0,3	1,0

¹ Retribuzioni mensili, settimanali od orarie, esclusi i dati in corsivo che rappresentano salari minimi contrattuali.
² Settembre. ³ Ottobre.

erano salite molto rapidamente in termini reali durante la recessione e la prima fase di ripresa. Gli incrementi annui medi del 3-5% fatti registrare nel corso degli ultimi quattro anni, in concomitanza con una crescita produttiva assai debole, non possono non avere una parte di responsabilità nell'aumento della disoccupazione. Solo negli Stati Uniti vi è stato un calo in termini reali dei salari durante la fase recessiva, in risposta alle forze del mercato. Nel Regno Unito le retribuzioni reali si sono contratte in ognuno degli ultimi tre anni, ma ciò è principalmente attribuibile alla politica dei redditi attuata dal governo, mirante a ridurre l'inflazione ed a contenere la caduta della sterlina. Le flessioni delle retribuzioni reali in Austria, Danimarca, Finlandia e Svezia vanno parzialmente ricondotte ai deliberati sforzi compiuti dalle autorità per moderare in certa qual misura le rivendicazioni salariali.

Lo scorso anno, in una situazione caratterizzata da una debole attività economica, i margini di profitto in molti paesi sono stati compressi da sensibili incrementi nei costi del lavoro per unità di prodotto, ai quali hanno fatto riscontro aumenti di molto inferiori nei prezzi dei manufatti. I costi unitari della manodopera hanno ricominciato ad aumentare in Giappone e in Germania e sono saliti più rapidamente che in passato nella maggior parte degli altri importanti paesi industriali. I prezzi dei manufatti, all'ingrosso o alla produzione, hanno per contro mostrato quasi ovunque un marcato rallentamento. In Giappone, Germania, Francia, Belgio e Paesi Bassi nell'arco del 1977 essi hanno fatto segnare aumenti compresi fra lo zero ed il 3,5% e quindi ben inferiori a quelli dei prezzi al consumo. Le eccezioni in questo andamento di carattere generale sono stati Canada e Regno Unito, nei quali ad una più lenta crescita dei costi di lavoro unitari si è accompagnato un movimento ascendente alquanto vivace nei prezzi dei prodotti industriali, con un conseguente ampliamento della quota di reddito a favore dei profitti. Negli Stati Uniti il rincaro dei

prodotti industriali si è mantenuto al passo con l'aumento dei costi unitari del lavoro, cosicché il profitto per unità di prodotto ha potuto conservare il miglioramento relativo conseguito nel 1976.

I livelli di occupazione.

Nella primavera del 1977 i tassi di disoccupazione erano scesi poco al disotto dei livelli massimi raggiunti durante la recessione in Germania e negli Stati Uniti, ma rimanevano ovunque assai elevati rispetto ai parametri del periodo postbellico. Negli Stati Uniti i tassi di disoccupazione sono ulteriormente calati nel corso dell'anno, mentre in Germania e in Giappone sono rimasti stazionari; in molti altri paesi la disoccupazione aveva superato nell'autunno persino i livelli registrati negli anni 1975 e 1976. Sebbene in alcuni casi il tasso sia poi leggermente ridisceso, la prevista evoluzione tendenziale della produzione fa ritenere probabile che la disoccupazione in Europa si mantenga assai elevata per qualche tempo ancora.

Tassi di disoccupazione.¹

Paesi	1957-73		1975 dicembre	1976 dicembre	1977		1978 aprile
	Tasso annuo				giugno	dicembre	
	massimo	medio	valori percentuali				
Stati Uniti	6,8	5,0	8,3	7,8	7,1	6,4	6,0
Canada	7,1	5,5	7,0	7,8	8,0	8,5	8,6 ²
Giappone	1,5	1,1	2,0	1,8	2,1	2,1	2,1 ²
Germania	3,5	1,4	4,9	4,4	4,6	4,5	4,4
Francia	2,2	1,6	4,2	4,3	5,3	4,8	4,9
Regno Unito	3,8	2,2	5,0	5,6	5,7	6,0	5,8
Italia ³	8,2	4,0	3,5	6,8	7,7	7,1	.
Belgio	6,3	3,7	8,7	9,8	9,2	11,0	10,8 ²
Paesi Bassi	2,7	1,5	5,5	5,2	5,4	5,1	5,1
Svezia	2,5	1,7	1,6	1,5	1,5	1,8	2,1
Svizzera	0,0	0,0	0,9	0,6	0,3	0,4	0,3

¹ In percentuale sulle forze di lavoro civili (in Belgio le forze di lavoro coperte da assicurazione sociale). Serie destagionalizzate, eccetto per Belgio, Italia, Svezia e Svizzera. ² Marzo. ³ Nuova serie decorrente dal dicembre 1976.

Il contrastante andamento della disoccupazione nel 1977 appare tanto più notevole se si considerano l'incremento medio annuo del 2,5% nelle forze di lavoro, (esclusi i militari) negli Stati Uniti e la stabilità o addirittura la flessione tendenziale della popolazione attiva in molti paesi dell'Europa settentrionale. Negli Stati Uniti l'occupazione è aumentata durante lo scorso anno nella misura senza precedenti del 4,5%, mentre in Germania, in Francia, nel Regno Unito e in Svezia essa è rimasta invariata o è diminuita.

Senza dubbio il fenomeno della disoccupazione nei paesi industriali reca in sé elementi sia strutturali sia congiunturali. Negli ultimi anni vi sono stati mutamenti nella composizione delle forze di lavoro (in particolare un incremento relativo

delle donne e dei giovani) ed aumenti delle indennità di disoccupazione. Al tempo stesso le contrattazioni salariali e l'applicazione di politiche dei redditi hanno comportato un restringimento del ventaglio retributivo, e sono diminuite le prospettive d'impiego in alcune regioni o settori tradizionali.

Pare più che probabile che l'aumento della disoccupazione in Europa rifletta in parte i tentativi dei datori di lavoro di razionalizzare i processi di lavorazione in risposta a forti aumenti dei salari reali. Una caratteristica nuova della fase di ripresa è stata in alcuni paesi europei la flessione dell'occupazione nel settore industriale; in molti casi sono inoltre apparsi evidenti sforzi volti a risparmiare manodopera anche in certi comparti del settore terziario, come l'attività bancaria e la pubblica amministrazione.

Occupazione e produttività del lavoro.

Paesi	Occupati (esclusi i militari)					Produttività del lavoro ¹				
	1969-73 ²	1973-77 ²	1975 ³	1976 ³	1977 ³	1969-73 ²	1973-77 ²	1975 ³	1976 ³	1977 ³
	variazioni percentuali									
Stati Uniti	2,0	1,8	-0,4	3,3	4,4	1,5	0,2	2,9	1,4	1,2
Giappone	1,0	0,4	0,4	1,0	1,3	8,1	2,6	3,1	4,1	3,9
Germania	0,3	-1,7	-2,8	0,0	-0,8	4,1	3,2	4,5	4,8	2,9
Francia	1,1	-0,1	-1,7	0,8	0,0	4,5	2,9	4,7	3,4	2,4
Regno Unito	0,2	-0,1	-1,0	-0,2	0,1	3,4	0,0	-1,1	4,1	-0,7
Italia	-0,1	1,5	0,3	1,0	0,7	4,3	0,5	0,3	5,0	-2,1
Canadà	3,0	2,6	2,4	1,2	2,6	2,6	0,4	0,2	2,3	1,4
Svezia	0,7	1,4	2,1	0,3	0,1	2,2	-0,4	-0,6	2,2	-2,9

¹ Variazioni del PNL a prezzi costanti per occupato dipendente. ² Medie annue. ³ Quarto trimestre rispetto al quarto trimestre.

L'azione di tali forze si rispecchia nelle inconsuete correlazioni riscontrabili fra l'andamento del PNL e quello dell'occupazione totale. Il rapporto fra le due grandezze può essere considerato come una rozza misura della produttività del lavoro nell'economia nel suo complesso. Negli Stati Uniti l'andamento ciclico della produttività è stato conforme agli schemi usuali, cadendo nella fase recessiva e riprendendo quota ad un ritmo decrescente durante la ripresa, benché nel periodo 1973-77, considerato nel suo insieme, la crescita produttiva si sia soltanto mantenuta al passo con l'espansione delle forze di lavoro. In Giappone e in Canadà il più lento sviluppo economico durante questo periodo ha determinato un rallentamento nella crescita sia dell'occupazione sia della produttività del lavoro. In Germania, Francia e Regno Unito invece, la produttività complessiva del lavoro è cresciuta più rapidamente che il PNL sia durante la ripresa, sia durante il periodo 1973-77, preso globalmente, ed è diminuita l'occupazione complessiva. Un analogo andamento pare essersi prodotto in Belgio e nei Paesi Bassi. In Germania, e in misura più limitata in Francia, la crescita della produttività del lavoro negli ultimi anni è stata abbastanza marcata rispetto ai parametri del passato, considerata anche la modesta espansione della produzione. Nel Regno Unito, in Italia, in Svezia e in Canadà la produttività è aumentata molto lentamente o è addirittura diminuita nel periodo 1973-77. In certa misura

ciò rispecchia i differenti andamenti congiunturali nei vari paesi; ma è anche dovuto, almeno in parte, all'impatto di provvedimenti aventi per oggetto il mercato del lavoro e miranti a scoraggiare le riduzioni di personale ed a moderare la rapida lievitazione del numero dei disoccupati censiti che avrebbe potuto derivare dai tentativi di ricostituire i margini di profitto da parte delle imprese industriali.

Le politiche monetarie ed i mercati monetari.

Nel 1977 la politica monetaria si è mossa nell'ambito di vincoli che, a seconda della situazione e del punto di vista delle autorità nazionali, rispecchiavano l'esigenza di moderare l'inflazione ovvero erano dettati da fattori esterni. In tutti i maggiori paesi eccettuato il Giappone — e in alcuni minori — tali vincoli hanno assunto la veste formale di impegni delle autorità a mantenere l'espansione degli aggregati monetari sostanzialmente in linea con limiti od obiettivi espliciti, variamente formulati. Le politiche monetarie di tale sorta hanno avuto di regola un netto orientamento di medio periodo: l'intento è stato quello di mantenere l'espansione monetaria ad un ritmo moderato e regolare, al fine di stabilizzare e ridurre quindi gradualmente le aspettative inflazionistiche.

In siffatte circostanze è rimasto un limitato spazio di manovra per impostare provvedimenti di politica monetaria che potessero essere di stimolo all'attività economica. Allorché la produzione si è indebolita o l'inflazione si è ridotta in misura superiore al previsto, le direttrici di sviluppo degli aggregati monetari sono state solo marginalmente corrette in senso restrittivo o lasciate invariate. Ma, in prosieguo di tempo, le autorità monetarie di molti paesi hanno accettato, almeno per determinati periodi, tassi di espansione della moneta notevolmente superiori ai limiti che i loro obiettivi implicavano. Il compromesso scelto da ciascun paese ha dovuto essere riconsiderato alla luce di inattesi sviluppi sui mercati dei cambi. Questi hanno posto di fronte a un dilemma dapprima il Regno Unito e quindi, con l'indebolimento generalizzato del dollaro, Giappone, Germania e Svizzera. D'altro canto Francia, Belgio e Paesi Bassi hanno dovuto correggere la propria politica monetaria per sostenere le rispettive monete, anche se soltanto per brevi periodi.

Negli *Stati Uniti* vi è stata, durante la primavera e l'estate, un'accelerazione dell'espansione monetaria ed i tassi di interesse a breve hanno iniziato a salire, inducendo a domandarsi se la causa fosse da ricercare nel mancato perseguimento degli obiettivi o nel tentativo di conformarvisi in modo troppo rigoroso. Di fatto la Federal Reserve ha tentato la via del compromesso, opponendo una certa resistenza all'ascesa del tasso dei *federal funds*, e permettendo al tempo stesso che i tassi di espansione monetaria superassero il limite superiore dell'intervallo di crescita fissato come obiettivo. I tassi di sconto della Federal Reserve — già saliti dal 5,25 al 6% fra agosto ed ottobre — sono stati ulteriormente elevati al 6,5% nel gennaio 1978, nel tentativo di arrestare la caduta del dollaro sui mercati dei cambi. Successivamente, la crescita della massa monetaria definita in senso stretto è sensibilmente rallentata, ma in aprile era evidente una nuova accelerazione. In maggio i saggi ufficiali di sconto sono stati portati al 7%. Gli obiettivi di medio periodo per l'espansione monetaria sono stati corretti di poco durante l'anno, ritoccando verso il basso il limite inferiore degli intervalli di crescita e riducendo rispettivamente di 1 e di 1,5 punti percentuali i limiti superiori per M_2 e M_3 .

Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di espansione.

Paesi	Aggregato monetario o creditizio	Obiettivo per il 1977 ¹	Espansione della moneta o del credito nel 1977 ¹	Obiettivo per il 1978 ¹	Espansione della moneta o del credito, medie trimestrali rapportate all'anno				
					1977				1978
					I	II	III	IV	I
valori percentuali									
Stati Uniti . . .	M ₁	4% - 6%	7,8	4 - 6%	7,1	8,3	8,3	7,4	5,1
	M ₂	7 - 10	9,8	6% - 9	11,3	9,3	10,3	8,2	6,6
	M ₃	8% - 11%	11,7	7% - 10	12,8	10,6	12,5	11,0	
Germania . . .	Moneta della banca centrale	8	9,0	8	7,9	6,5	12,8	11,5	14,5
	M ₁				11,4	7,3	12,8	10,0	25,0
	M ₂				7,1	6,8	14,6	12,8	7,6
Francia	M ₁				10,5	5,2	14,2	7,5	
	M ₂	12%	13,9	12	14,4	8,9	15,8	12,7	
Regno Unito . .	M ₁				9,2	21,1	25,0	27,8	23,6
	M ₂ in sterline	9-13	16,3	8-12	- 4,3	12,4	11,9	15,2	24,8
	DCE ²	19%	11,3	13	- 0,8	7,7	- 0,1	7,4	29,1
Canada	M ₁	8-12	9,2	7-11	8,5	11,1	11,0	13,6	5,8
	M ₂				13,0	14,1	9,4	10,8	8,9
Svizzera	M ₁	5	5,4	5	9,0	0,1	2,9	9,0	36,8
	M ₂				2,0	10,4	5,6	6,9	5,4
Italia	M ₁				24,2	19,1	20,3	19,9	
	M ₂				24,4	17,4	18,8	22,6	
	Credito totale interno	15	17,8		17,0	20,0	16,5	17,3	

¹ Per gli Stati Uniti, IV trimestre su IV trimestre; per Germania e Svizzera, medie annue; per Francia ed Italia, dicembre su dicembre; per il Regno Unito, periodi di dodici mesi terminanti nell'aprile 1978 e nell'aprile 1979; per Canada, febbraio-aprile 1976 al giugno 1977 e periodo iniziante con il giugno 1977. Per Francia, Italia e, relativamente all'espansione del credito interno, il Regno Unito, gli obiettivi indicati rappresentano limiti superiori. ² Il limite e l'effettiva espansione del credito interno durante il periodo sono espressi come percentuale di M₂ in sterline all'inizio del periodo stesso.

In *Germania* vi è stata, a partire da giugno, un'accelerazione dell'espansione monetaria, ma la debolezza della congiuntura interna e la forza del marco hanno dissuaso le autorità dall'assumere un orientamento restrittivo. In effetti nel periodo luglio-settembre è stato abbassato il tasso sulle anticipazioni, sono state rese disponibili su base flessibile forme meno onerose di rifinanziamento e si è assicurata un'abbondante liquidità bancaria riducendo le riserve obbligatorie ed ampliando i contingenti di sconto. In dicembre sono stati abbassati il tasso di sconto ed il tasso sulle anticipazioni; e, con l'aumento delle riserve obbligatorie sulle passività bancarie verso i non residenti e con l'offerta di speciali titoli volti a sottrarre liquidità, le autorità hanno assorbito solo in parte la maggiore liquidità bancaria derivante dagli interventi ufficiali sui mercati dei cambi. Dato il modesto tasso di espansione avutosi agli inizi dell'anno, l'aumento della moneta della banca centrale calcolato su base media annua ha superato soltanto di poco l'obiettivo ufficiale. L'incremento nel corso del 1977 (quarto trimestre su quarto trimestre) ha tuttavia raggiunto il 9,6%, mentre il margine previsto all'inizio dell'anno era del 6-7%. L'obiettivo per il 1978, riferito più alla crescita del potenziale produttivo che non all'atteso andamento della produzione effettiva, è stato fissato nella misura dell'8% (su base media annua) come nel 1977. Tale obiettivo, come è stato dichiarato, sarebbe grosso modo compatibile con un'espansione del 5-7% nel periodo tra il quarto trimestre 1977 e il quarto trimestre 1978. Dopo essere stata alquanto rapida agli inizi dell'anno, la crescita effettiva è andata nuovamente rallentando verso la primavera.

In *Giappone*, con una situazione caratterizzata dalla debole ripresa economica all'interno e da spinte al rialzo sullo yen, il tasso ufficiale di sconto è stato abbassato dal 6,5 al 3,5 % in tre riprese nel periodo compreso fra il marzo 1977 ed il marzo 1978; a tali riduzioni sono seguite flessioni in un'ampia gamma di tassi amministrati. A partire da giugno i massimali al credito posti alle banche commerciali nell'ambito della regolamentazione della Banca del Giappone (nota come "window guidance") sono stati manovrati con flessibilità, così da equivalere ad una autorizzazione della maggior parte dei programmi di credito delle banche stesse. In ottobre sono stati abbassati i coefficienti di riserva obbligatoria delle banche commerciali; nel marzo 1978 è stato elevato dal 50 al 100% l'obbligo di riserva a fronte degli incrementi nei depositi in yen di non residenti.

Nel *Regno Unito* un marcato ritorno di fiducia nella sterlina ed una notevole contrazione del finanziamento del fabbisogno del settore pubblico con strumenti monetari hanno determinato nel 1977 un netto mutamento di clima sulla scena monetaria. In presenza di forti afflussi di fondi dall'estero e di ingenti acquisti netti di valuta estera da parte delle autorità, i tassi di interesse sono vistosamente calati. Al tempo stesso, il tasso di espansione del credito interno è stato modesto, mantenendosi ben entro il massimale concordato con il FMI; l'offerta di moneta in sterline definita in senso lato, dopo una flessione nel primo trimestre, è passata ad una fase di rapida espansione. Dinnanzi alla difficoltà di conseguire simultaneamente gli obiettivi di politica monetaria e valutaria, le autorità hanno dato la priorità ai primi e in ottobre hanno lasciato fluttuare liberamente la sterlina. Il *minimum lending rate* era sceso dal 14,25 al 5% fra gennaio ed ottobre. A metà maggio 1978, tuttavia, data un'espansione monetaria superiore ai valori di obiettivo e una meno favorevole posizione verso l'estero, questo tasso è risalito al 9%.

In *Italia*, nel tentativo di contenere l'espansione del credito totale entro i limiti concordati con il FMI e la CEE, le autorità si sono ampiamente basate sui massimali posti all'espansione del credito bancario all'economia e su provvedimenti volti a limitare il fabbisogno del settore pubblico. Ci si è anche sforzati di mantenere i tassi di interesse interni a livelli attraenti - tenuto conto delle differenze nelle aspettative inflazionistiche - rispetto a quelli dei mercati esteri; pur tuttavia nel periodo giugno-agosto il saggio ufficiale di sconto è stato abbassato in più riprese dal 15 all'11,5%. In effetti l'economia si era indebolita più del previsto e la posizione esterna aveva avuto un netto miglioramento. Ma l'espansione della spesa pubblica non era ancora stata efficacemente contenuta. Di conseguenza, l'incremento del credito totale ha raggiunto nel 1977 l'ammontare di lire 35.700 miliardi, rispetto all'obiettivo originario di lire 30.600 miliardi.

In *Francia*, dove al centro dell'attenzione sono ancora stati il tasso d'inflazione abbastanza elevato e la fragile posizione sull'estero, le autorità hanno assoggettato l'espansione del credito bancario a vincoli disposti avendo di mira l'obiettivo fissato per l'espansione di M_2 . Di fatto per il 1978 è stato leggermente ristretto il margine di crescita per alcune categorie di credito precedentemente non sottoposte a vincoli. Fra il gennaio ed il settembre 1977, le autorità hanno permesso una graduale flessione dei tassi di interesse a breve; in agosto, il tasso di sconto della Banca di Francia è stato ridotto dal 10,5 al 9,5%. Per un certo periodo, verso la fine del 1977 ed agli inizi del 1978, la politica di gestione del mercato monetario è stata volta a difendere il franco, incoraggiando un deciso rialzo dei tassi di interesse a breve e sospendendo

alcuni tipi di intervento della Banca di Francia sul mercato monetario stesso. In seguito le pressioni si sono tuttavia smorzate, permettendo un abbassamento delle difese monetarie.

In *Belgio* e nei *Paesi Bassi*, per gran parte del 1977 vi è stato un allentamento delle tensioni sul mercato monetario ed i tassi di sconto sono stati abbassati in primavera ed in estate. Successivamente entrambi i paesi hanno dovuto far fronte a pressioni sulle proprie monete nell'ambito della fluttuazione congiunta europea, in coincidenza con l'apprezzamento del marco rispetto al dollaro. I provvedimenti comprendevano l'aumento dei tassi di sconto ed iniziative volte ad incoraggiare una contrazione della liquidità bancaria. La necessità di una politica rigorosamente restrittiva è stata tuttavia di breve durata. Nel Belgio, ad esempio, dopo essere stato elevato dal 6 al 9% nel dicembre 1977, il tasso di sconto era ridisceso al 5,5% verso la fine di marzo di quest'anno. In *Svezia* e in *Danimarca* le politiche monetarie dello scorso anno sono state in gran parte elaborate in funzione di difesa della posizione verso l'estero (benché entrambi i paesi abbiano svalutato la propria moneta). Elevati tassi di interesse e massimali al credito sono stati gli strumenti principali impiegati per incoraggiare l'afflusso di fondi privati dall'estero.

L'andamento degli aggregati monetari.

Considerati in relazione ad un'ampia gamma di paesi, nel 1977 i tassi d'espansione degli aggregati monetari paiono essere stati abbastanza contenuti, almeno rispetto ai parametri dei primi anni Settanta. Al tempo stesso si sono ridotte nell'insieme le differenze fra i tassi di espansione monetaria dei vari paesi industriali. Ciò è dovuto in notevole misura alla decelerazione dei saggi di crescita della moneta in quei paesi in cui erano stati ridotti i precedenti elevatissimi tassi d'inflazione. In Italia il ritmo di espansione degli aggregati monetari si è mantenuto lo scorso anno alquanto elevato, pur essendo stato inferiore a quello dei redditi nominali. Nel Regno Unito M_1 si è espansa ad un ritmo assai dinamico, ma paradossalmente ciò è derivato in gran parte dal rallentamento dell'inflazione e dal connesso forte calo dei saggi di interesse, che ha ridotto l'incentivo a convertire le disponibilità liquide in attività fruttifere. Negli ultimi anni si è assistito ad un'analogha accelerazione, di regola temporanea, in alcuni altri paesi. Un rallentamento particolarmente marcato nell'espansione di M_2 si è prodotto lo scorso anno nei Paesi Bassi — dopo una crescita esplosiva nel 1976 — per effetto dei massimali posti all'espansione del credito bancario finanziato con creazione di moneta. In Giappone i tassi di crescita di M_2 hanno subito una forte decelerazione, scendendo a livelli eccezionalmente bassi rispetto all'esperienza degli anni precedenti.

Pur tuttavia, alcuni fra i paesi che hanno esplicitamente tentato di stabilizzare i tassi di crescita degli aggregati — e ciò particolarmente laddove i tassi d'espansione monetaria erano stati relativamente moderati nel corso di parecchi anni — hanno incontrato difficoltà ad operare in tal senso. Nella maggior parte dei casi l'espansione monetaria, calcolata secondo la base e per il periodo presi in considerazione ai fini dell'obiettivo, è risultata abbastanza prossima alla grandezza prefissata. Tuttavia, nel breve periodo i tassi di crescita della moneta hanno presentato oscillazioni alquanto ampie, muovendosi a volte per più mesi oltre i limiti compatibili con gli obiettivi.

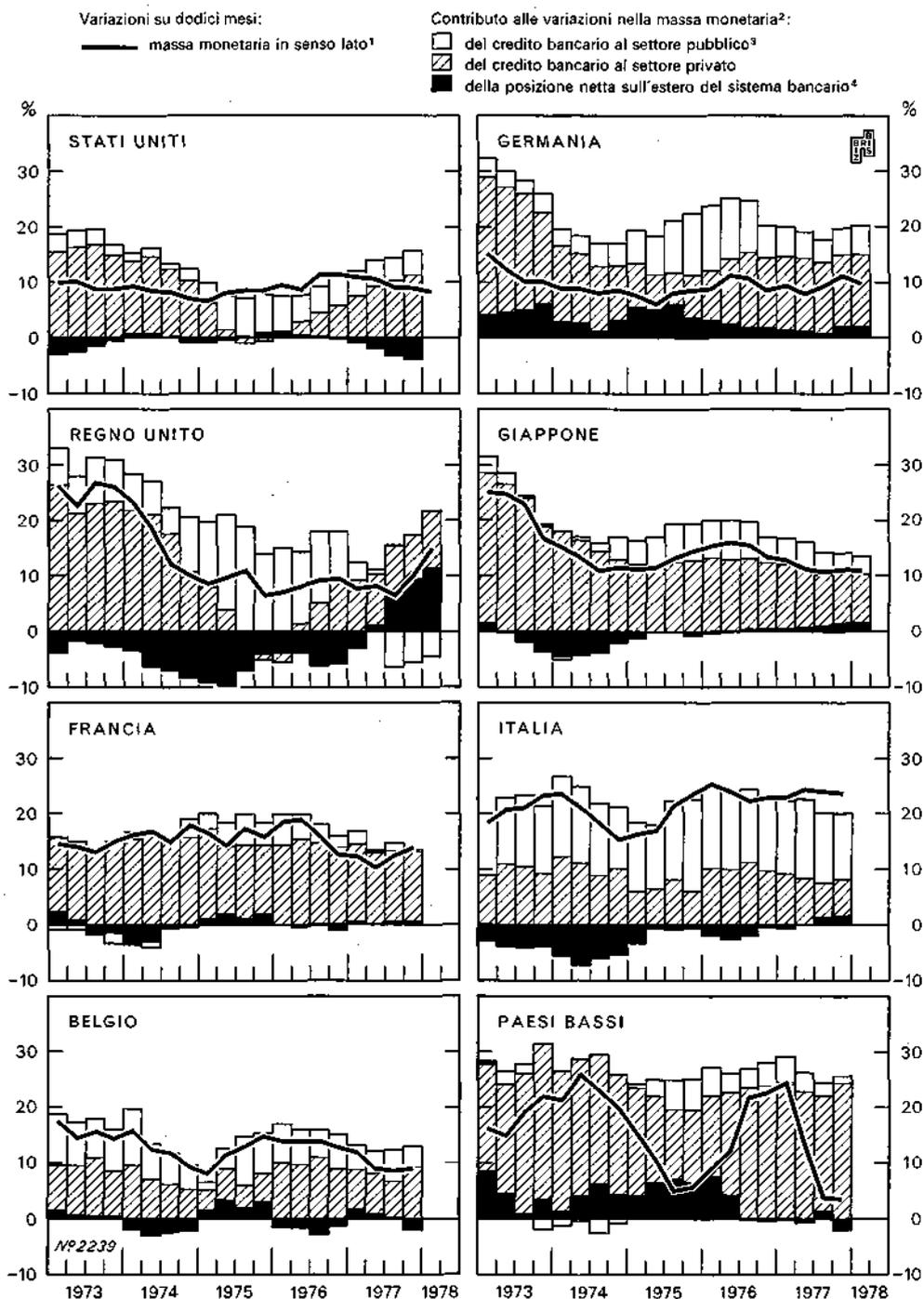
Una delle cause consiste evidentemente nel fatto che a volte le autorità nazionali hanno dato esplicitamente la precedenza al tentativo di stabilizzare i tassi di interesse

o i tassi di cambio. Un'altra può essere ricercata nei mutevoli rapporti di sostituibilità fra le attività monetarie vere e proprie ed altre non comprese negli aggregati prescelti. Negli Stati Uniti l'accelerazione nella crescita di M_1 pare aver in parte riflesso una riduzione della misura in cui nuovi tipi di strumenti negoziabili si sono sostituiti ai depositi a vista. D'altra parte, il rallentamento nell'espansione dei depositi a risparmio e dei depositi a termine delle imprese, prodottosi nell'ultima parte del 1977 allorché i corrispondenti tassi di interesse hanno cessato di essere competitivi, ha contribuito a moderare la crescita degli aggregati più ampi, mentre al tempo stesso le banche hanno iniziato ad emettere notevoli importi di certificati di deposito di grosso taglio, esclusi nel computo sia di M_2 sia di M_3 . In Germania lo smobilizzo di depositi delle famiglie precedentemente vincolati in forme di risparmio non comprese nella massa monetaria (DM 7 miliardi in gennaio e DM 15 miliardi in luglio) pare aver contribuito ad accelerare l'espansione di M_3 nel 1977 ed a contenere entro limiti eccezionalmente modesti la crescita delle passività bancarie escluse dalla massa monetaria. Nel Regno Unito le oscillazioni mostrate lo scorso anno dai tassi di espansione di M_3 in sterline paiono essere state influenzate in modo significativo dal variare in termini relativi della remuneratività dei buoni di risparmio del National Savings e dei depositi presso gli istituti per il risparmio-casa, categorie entrambe non comprese nell'aggregato. Tali fattori aiutano a comprendere perché le autorità monetarie abbiano avuto tanta difficoltà a regolare rigorosamente la crescita nel breve periodo di particolari aggregati monetari e perché un'azione in tal senso possa talvolta non essere opportuna.

Nello scorso anno il credito bancario al settore pubblico non è stato un importante fattore di stimolo nell'espansione della massa monetaria. Dopo la flessione già registrata nel 1976 rispetto ai livelli di punta del 1975, anno della recessione, esso è ulteriormente sceso negli Stati Uniti, in Germania, Giappone e Francia. Questo andamento ha rispecchiato in varia misura modesti o decrescenti disavanzi del settore pubblico (non così in Giappone), la buona disposizione all'acquisto di titoli di Stato da parte di soggetti non bancari, nonché i deliberati sforzi intrapresi in qualche caso per limitare il finanziamento del fabbisogno con mezzi monetari. In Francia, in particolare, è stato posto come esplicito obiettivo di politica monetaria quello di evitare nell'arco dell'anno un incremento netto del finanziamento del Tesoro mediante la creazione di moneta. Nel 1977 sia nei Paesi Bassi sia nel Regno Unito il settore pubblico ha addirittura ridotto il suo indebitamento verso il sistema bancario. In Belgio e in Italia, invece, il settore pubblico ha continuato ad attingere credito dal sistema bancario in misura alquanto rilevante.

Per quanto concerne il credito bancario al settore privato, i contrastanti andamenti hanno ampiamente rispecchiato le sfasature congiunturali e le differenze nei tassi d'inflazione esistenti fra i vari paesi. Negli Stati Uniti una decisa ripresa della richiesta di fondi bancari da parte delle imprese, unitamente ad un forte aumento dei crediti immobiliari ed al consumo, ha determinato una rapidissima espansione del credito bancario totale. In Giappone, per contro, il tasso di espansione del credito bancario nello scorso anno (9,5 %) è il più basso che si sia registrato da oltre vent'anni. Tenuto conto della debolezza dell'attività economica, lo scorso anno il credito bancario al settore privato è invece cresciuto in modo abbastanza rapido in Germania, Francia, Belgio e Paesi Bassi. Particolarmente in Germania, l'espansione ha tuttavia riguardato per lo più i crediti a medio e a lungo termine, utilizzati in notevole misura per finanziare l'acquisto di abitazioni e di beni di consumo. Anche in alcuni

Variazioni nella massa monetaria e nell'incidenza relativa delle sue contropartite.



¹ Basate su fonti nazionali; per il I trimestre 1978 dati parzialmente stimati. Per la Germania M₂; per il Regno Unito M₂ in sterline; per gli altri paesi M₁. ² La somma dei contributi percentuali delle contropartite corrisponde alla variazione percentuale della massa monetaria; le differenze sono dovute a voci di bilancio non riportate, di cui la principale è rappresentata da passività delle aziende di credito verso residenti non comprese nella massa monetaria. ³ Per il Regno Unito comprende l'indebitamento all'estero del settore pubblico; per gli Stati Uniti comprende i buoni del Tesoro detenuti da istituzioni ufficiali straniere. ⁴ Per la Francia soltanto la Banca di Francia; per il Regno Unito comprende l'indebitamento all'estero del settore pubblico (-); per gli Stati Uniti comprende attività ufficiali, passività verso istituzioni ufficiali straniere (-) ed altre attività dichiarate dalle banche nei confronti di non residenti (al netto).

degli altri paesi vi sono segni di una più rapida espansione del credito alle famiglie rispetto a quello alle imprese private. In Italia e nel Regno Unito il credito bancario al settore privato si è soltanto mantenuto più o meno al passo con l'aumento dei prezzi al consumo: il più favorevole andamento dei conti con l'estero, anche in conseguenza di un miglioramento nei termini di pagamento, ha contribuito a moderare la domanda di fondi bancari.

Nel 1977 ed agli inizi del 1978 erano in vigore massimali all'espansione del credito bancario in Italia, Francia, Paesi Bassi, Austria, Danimarca e Giappone. In tutti questi paesi, eccetto il Giappone, vi sono indicazioni che tali massimali abbiano avuto un impatto restrittivo. In Italia, ad esempio, i tassi bancari attivi sono rimasti piuttosto alti rispetto ai tassi dei titoli del mercato monetario, mentre in Francia l'espansione dei crediti non sottoposti a restrizioni, ammontata al 35% nel 1977, ha di gran lunga superato quella del credito soggetto a regolamentazione (8%). Nei Paesi Bassi le aziende di credito, avendo la facoltà di dilatare oltre il massimale il credito al settore privato impiegando fondi raccolti sul mercato dei capitali, se ne sono avvalse in notevole misura.

Gli afflussi di fondi dall'estero possono naturalmente influenzare l'espansione della moneta e/o del credito interno sia direttamente, sia per via mediata, attraverso la loro azione sulla liquidità delle banche. La contropartita esterna dell'espansione monetaria indicata nel grafico, che per la maggior parte dei paesi rispecchia la variazione nella posizione sull'estero dell'intero sistema bancario, evidenzia solo gli effetti diretti. Essa riflette soltanto in misura limitata il ruolo importante avuto lo scorso anno dagli acquisti ufficiali di valuta nell'espansione della moneta in Italia, nel Regno Unito ed in Germania, poiché in ognuno di questi paesi vi è stato un deterioramento delle posizioni esterne delle banche. Non è inoltre sempre possibile depurare i dati delle variazioni di valutazione nelle attività nette sull'estero. In Germania l'incremento netto delle attività esterne del sistema bancario ha contribuito per un sesto all'espansione dell'offerta di moneta in senso lato nell'ultimo trimestre del 1977. In Belgio i fattori esterni hanno per contro esercitato un'influenza restrittiva sull'espansione monetaria - di riflesso agli sforzi per stabilizzare il tasso di cambio del franco nell'ambito del "serpente". Nel caso degli Stati Uniti l'andamento della componente esterna rispecchia l'incremento avutosi nel 1977 nelle passività statunitensi verso i detentori ufficiali stranieri - la cui contropartita appare in gran parte come credito al settore pubblico.

Il fabbisogno finanziario della pubblica amministrazione.

Negli ultimi due anni il fabbisogno finanziario dello Stato e dell'intero settore pubblico, ivi compreso l'indebitamento per la concessione di prestiti, è diminuito in modo alquanto deciso in Francia, in Germania, nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Lo scorso anno vi è stata una certa contrazione anche nei Paesi Bassi, mentre in Belgio, Italia e Giappone il fabbisogno ha fatto segnare ulteriori incrementi in termini assoluti, anche se in alcuni casi si è avuta una modesta flessione in relazione al prodotto nazionale lordo.

Nel 1977 un certo numero di paesi si è posto come esplicito obiettivo di politica economica la riduzione del fabbisogno finanziario del settore pubblico, di solito al fine di limitare la necessità di copertura con mezzi monetari. In Italia e nel Regno

Fabbisogno della pubblica amministrazione.¹

Voci	Anni	Belgio	Francia	Germania	Italia	Giappone	Paesi Bassi	Regno Unito	Stati Uniti	
		in percentuale sul prodotto nazionale lordo								
Fabbisogno del settore pubblico ²	1975	6,2	3,4	6,6	15,5 ³	7,1 ⁴	4,8	10,1 ⁵	6,6	
	1976	6,6	2,0	4,5	13,0 ³	10,2 ⁴	4,7	7,6 ⁵	3,9	
	1977	7,0	2,4	3,2	12,1 ³	9,4 ⁴	3,7	4,1 ⁵	3,2	
Fabbisogno dello Stato	1975	5,7	3,0	6,3 ⁶	11,6 ⁷	2,8	3,1	8,0 ⁴	5,9	
	1976	5,9	1,1	4,4 ⁶	9,5 ⁷	4,8	3,6	5,5 ⁴	4,0	
	1977	6,5	1,2	2,7 ⁶	9,9 ⁷	4,7	3,0	3,2 ⁴	3,7	
copertura: Banca centrale	1975	0,0	1,4	0,6	7,7	.	0,0	2,3	0,6	
	1976	0,8	0,7	0,3	6,9	.	0,4		0,0	0,7
	1977	0,6	-1,0	0,0	-2,0	.	0,1		1,4	0,4
Aziende di credito	1975	1,3	0,8	4,3	0,5	2,1	1,0	0,4	1,7	
	1976	1,4	-0,3	2,8	-0,5	3,7	0,6		0,8	
	1977	0,6	0,6	2,0	8,0	3,0	0,4		-0,1	
Altre fonti interne	1975	4,4	0,7	1,1	3,4	0,7	2,1	5,5	3,1	
	1976	3,7		0,7	3,1		2,7	4,5	2,0	
	1977	5,4		0,7	3,9		2,6	6,8	1,7	
Estero	1975	0,0	1,6	0,3	0,0	1,1	0,0	0,2 ⁸	0,5 ⁹	
	1976	0,0	0,7	0,6	0,0	1,7	-0,1	1,0 ⁸	0,5 ⁹	
	1977	-0,1		0,0	0,0	-0,1	-5,0 ⁸	1,7 ⁹		

¹ Variazione netta nella posizione debitoria e nei saldi di cassa, comprendente l'indebitamento destinato alla concessione di prestiti. Dati parzialmente basati su stime BRI. ² Amministrazione statale e locale ed enti previdenziali, sulla base della gestione di cassa. ³ Come definito nella "lettera di intenti" al FMI; comprende il fabbisogno di talune imprese pubbliche. ⁴ Emissioni nette di titoli a medio e lungo termine dello Stato e degli enti locali; comprende anche le emissioni di obbligazioni garantite dallo Stato ed i collocamenti privati di obbligazioni da parte di enti statali (pari, nel complesso, all'1,5% del PNL nel 1977). ⁵ Incluso il fabbisogno finanziario delle imprese pubbliche pari a circa l'1,1% del PNL nel 1977. ⁶ Tutte le amministrazioni pubbliche ad esclusione degli enti previdenziali. ⁷ Pubblica amministrazione. ⁸ Comprende i crediti statali alle imprese pubbliche (equivalenti a circa lo 0,3% del PNL nel 1977). ⁹ Comprende gli aumenti (-) delle attività ufficiali in valuta estera.

Unito, in particolare, le autorità si erano impegnate a contenere entro determinati limiti il fabbisogno del settore pubblico nel quadro di programmi volti a migliorare la bilancia dei pagamenti. Rispetto agli obiettivi vi sono stati nei due paesi sviluppi piuttosto differenti. Nel Regno Unito il fabbisogno dell'intero settore pubblico (comprese le imprese pubbliche) sarebbe ammontato, nell'anno finanziario conclusosi nel marzo del 1978, a £ 5,7 miliardi - pari al 4,6% del prodotto nazionale lordo - ciò che consentirebbe di mantenersi agevolmente entro il limite di £ 8,7 miliardi precedentemente concordato con il FMI. In Italia per contro, il disavanzo dello Stato è ammontato nel 1977 a lire 17.000 miliardi, rispetto al limite di lire 13.100 miliardi previsto dagli impegni internazionali, ed il fabbisogno del settore pubblico allargato, per il quale era stato posto un massimale di lire 16.450 miliardi, ha in effetti raggiunto lire 21.000 miliardi. In altri paesi il fabbisogno nel 1977 si è dimostrato inferiore alle previsioni iniziali, ma è probabile che esso aumenti nell'anno in corso in seguito all'orientamento verso politiche fiscali più espansive.

Lo scorso anno nella maggior parte dei paesi, se si eccettua il caso più rilevante dell'Italia, una proporzione abbastanza ampia del fabbisogno dello Stato ha potuto essere coperta con mezzi non monetari. In linea generale, dato il modesto ricorso al mercato obbligazionario da parte delle imprese private, notevoli quantità di titoli di Stato hanno potuto trovare collocamento presso gli operatori non bancari a tassi di

interesse stabili o in diminuzione. Nel Regno Unito il forte calo dei rendimenti obbligazionari, man mano che l'inflazione veniva posta maggiormente sotto controllo, ha determinato condizioni particolarmente favorevoli alla vendita di titoli di Stato. Allo scopo di smorzare le oscillazioni nelle vendite ufficiali nette di tali titoli — problema tradizionale, acuito dalla maggiore reattività del mercato agli sviluppi monetari — le autorità hanno emesso un nuovo tipo di obbligazioni con capitale pagabile in rate. In Francia è stato emesso con successo un ingente prestito dello Stato ed il pubblico ha assorbito buoni del Tesoro per notevoli importi. Le vendite di titoli di Stato ad operatori non bancari sono state assai forti anche in Belgio, nei Paesi Bassi, in Giappone e negli Stati Uniti. In Giappone e nel Regno Unito le istituzioni finanziarie non bancarie hanno assorbito quasi tutti i titoli collocati al di fuori del sistema bancario, mentre in alcuni altri paesi vi sono stati notevoli acquisti da parte di privati o di società non finanziarie, provviste di abbondante liquidità dato il ristagno degli investimenti privati. Negli Stati Uniti le amministrazioni a livello statale e locale, la cui posizione finanziaria era divenuta fortemente attiva, nel 1977 hanno assorbito circa il 30% del totale dei titoli collocati sul mercato dal Tesoro federale. In Germania gli investitori non bancari hanno acquistato importi relativamente modesti di titoli di Stato; il ristretto margine esistente fra i tassi di interesse sui titoli di credito a breve scadenza ed i rendimenti sul mercato dei capitali ha fatto venir meno le aspettative di ulteriori flessioni delle cedole ed ha fatto sì che gli investitori avessero scarsi incentivi ad acquisire attività finanziarie con incerto valore capitale. Inoltre gli istituti di previdenza sociale, compresi nella tabella fra gli investitori non bancari, accusando nell'insieme forti disavanzi, hanno contratto le loro attività verso il resto del settore pubblico.

Per quanto concerne il finanziamento dall'estero, uno dei fenomeni più interessanti dello scorso anno ha riguardato gli Stati Uniti, ove quasi la metà del fabbisogno dell'amministrazione centrale è stato coperto, da parte di non residenti, con acquisti di titoli emessi dal governo federale. Gran parte di tali acquisti è stata effettuata da autorità monetarie estere mediante saldi in dollari acquisiti a seguito degli interventi ufficiali sul mercato dei cambi. Nel Regno Unito l'acquisizione di titoli del governo britannico da parte di non residenti è stata abbastanza cospicua, ma comunque ben inferiore all'incremento delle riserve ufficiali riportato nella tabella come finanziamento (negativo) dall'estero.

Ad ogni modo, lo scorso anno il ricorso dello Stato al finanziamento bancario è stato abbastanza modesto, se si eccettuano Italia, Giappone e Germania (paesi per i quali i dati in tabella comprendono anche l'indebitamento degli enti locali). In Giappone la debolezza della domanda di credito delle imprese è stato un notevole fattore di contrappeso per quanto concerne la creazione di moneta, mentre in Germania le banche hanno continuato a rifinanziare sul mercato dei capitali una considerevole parte del credito accordato alla pubblica amministrazione.

Il finanziamento del settore privato.

Soprattutto a causa dei differenti andamenti congiunturali, lo scorso anno la rapida espansione negli Stati Uniti del credito alle imprese e al consumo, nonché dei prestiti ipotecari ha contrastato nettamente con la diffusa debolezza dell'indebitamento del settore privato in altri paesi, per quanto in alcuni di questi il credito all'edilizia abbia mostrato segni di ripresa.

Tali contrastanti andamenti risultano chiaramente dalla tabella seguente che fornisce un'indicazione di massima, con riferimento al PNL, dei movimenti nell'indebitamento dei settori interni non finanziari sui mercati nazionali del credito, soprattutto nella forma di emissioni di titoli e di crediti diretti delle istituzioni finanziarie.

Fondi raccolti sui mercati del credito
da parte di mutuatari residenti non finanziari.¹

Paesi	Anni	Indebita- mento del settore pubblico ²	Indebitamento delle imprese ²				Edilizia residen- ziale	Crediti al consumo e altre forme di prestiti alle famiglie ²	Totale
			Azioni	Obbliga- zioni	Prestiti ³	Totale			
In percentuale del prodotto nazionale lordo									
Stati Uniti . . .	1974	2,0	0,3	1,5	5,0	6,8	2,5	1,0	12,3
	1975	6,3	0,6	2,0	0,5	3,1	2,5	0,7	12,6
	1976	4,9	0,6	1,5	2,3	4,4	3,6	1,7	14,6
	1977	4,3	0,4	1,2	4,3	5,9	4,6	2,3	17,1
Germania . . .	1974	2,3	0,3	0,2	3,3	3,8	2,4	0,0	8,5
	1975	5,9	0,5	-0,1	1,9	2,3	2,2	0,4	10,8
	1976	3,8	0,4	0,0	3,2	3,6	2,4	1,3	11,1
	1977	3,2	0,2	-0,1	2,9	3,0	3,0	1,2	10,4
Giappone . . .	1974	6,4	0,6	0,5	9,9	11,0	4,9		22,3
	1975	8,6	0,8	0,9	10,3	12,0	4,7		25,3
	1976	9,4	0,6	0,4	9,1	10,1	5,0		24,5
	1977	9,6	0,6	0,3	6,6	7,5	4,5		21,6
Regno Unito . .	1974	5,5	0,1	0,0	5,4	5,5	2,8	0,0	13,8
	1975	8,2	0,9	0,1	0,6	1,6	3,5	-0,4	12,9
	1976	4,7	0,6	0,0	2,5	3,1	3,1	0,7	11,6
	1977	7,1	0,5	-0,1	2,3	2,7	2,9	0,9	13,6
Canada	1974	4,8	0,3	0,7	5,3	6,3	4,2	2,0	17,3
	1975	5,4	0,6	0,9	2,5	4,0	4,3	2,0	15,7
	1976	4,4	0,5	-0,5	3,5	3,5	4,7	2,1	14,7
	1977	5,9	1,0	0,7	2,7	4,4	5,7	1,6	17,6
Francia	1974	1,2	0,6	0,5	7,1	8,2	2,4	-0,1	11,7
	1975	3,9	0,5	1,2	5,5	7,2	2,9	0,4	14,4
	1976	2,1	0,4	0,7	5,3	6,4	3,7	0,4	12,6
	1977	2,8	0,4	0,6	5,7	6,7	3,1	-0,1	12,5

¹ Stime BRI, basate su dati nazionali che differiscono concettualmente da paese a paese. Per gli Stati Uniti, fondi raccolti sui mercati del credito ad esclusione di quelli raccolti dal settore estero; per la Germania, indebitamento mediante titoli del mercato monetario, obbligazioni, azioni e prestiti dalle banche, dagli istituti per il risparmio-cassa e dalle compagnie d'assicurazione; per il Giappone, emissioni di titoli e prestiti di istituti finanziari e dello Stato; per il Regno Unito, emissioni di titoli, *national savings*, prestiti agli enti locali, crediti bancari, prestiti del settore pubblico, prestiti-cassa, altri prestiti e mutui ipotecari e crediti al consumo; per il Canada, fondi raccolti dai principali mutuatari non finanziari con esclusione dei titoli acquistati da non residenti; per la Francia, il credito all'economia, l'indebitamento dello Stato e le emissioni di titoli di imprese non finanziarie. ² Per il Giappone e il Regno Unito, l'indebitamento delle imprese nazionalizzate è incluso nell'indebitamento del settore pubblico e quello delle imprese individuali è incluso nel credito alle famiglie. ³ Include titoli del mercato monetario.

L'indebitamento delle imprese lo scorso anno è aumentato in modo molto accentuato negli Stati Uniti, soprattutto perché la loro spesa per investimenti è cresciuta più velocemente delle loro risorse interne disponibili. Oltre a ciò, le imprese hanno però anche continuato ad aumentare le proprie attività finanziarie: l'anno scorso infatti la liquidità delle imprese, invece di segnare un rapido deterioramento come nelle precedenti fasi di ripresa ciclica, si è mantenuta vicina ai migliorati livelli raggiunti con la ristrutturazione dei bilanci del periodo 1975-76. La debolezza del mercato azionario ha scoraggiato gli aumenti di capitale e le emissioni pubbliche di obbligazioni sono cadute al disotto del livello del 1976. Le imprese hanno raccolto ingenti quantità di fondi mediante collocamenti privati e prestiti ipotecari, ma un ruolo sempre più importante hanno assunto i crediti bancari a breve e le emissioni di carta commerciale.

L'indebitamento a breve ai fini della liquidità è stato progressivamente frenato dai tassi di interesse in ascesa, ma le banche hanno attuato una politica del credito più aggressiva, concedendo prestiti selezionati ad interessi inferiori al *prime rate* e offrendo prestiti a tasso fisso con scadenza fino a cinque anni.

In altri paesi lo scorso anno il tasso di crescita dell'indebitamento delle imprese è rimasto alquanto moderato o si è ridotto. La spesa delle imprese per investimenti fissi è stata molto debole e il processo di ristrutturazione dei bilanci, che aveva comportato il ricorso all'indebitamento a lungo termine per finanziare la costituzione di attività liquide, si è esaurito, in Canada un po' più tardi che altrove. Nel Regno Unito la posizione finanziaria delle imprese industriali e commerciali è passata in attivo nella seconda metà dell'anno scorso, mentre in Giappone il disavanzo finanziario delle imprese è stato notevolmente basso in riferimento al prodotto nazionale lordo. In Germania il disavanzo delle imprese ha leggermente oltrepassato il modesto livello registrato nel 1976, ma il rapporto fra la creazione di risorse finanziarie interne e gli investimenti lordi è rimasto elevato. Il tasso di indebitamento delle imprese verso le banche ha registrato una marcata flessione in Germania, Giappone e Canada ed è rimasto molto modesto nel Regno Unito. Anche le emissioni azionarie e obbligazionarie si sono ridotte, fatta eccezione per il Canada.

L'anno scorso *il credito per l'edilizia residenziale* è aumentato con un ritmo alquanto sostenuto in vari paesi. In genere, la ripresa ha riguardato soprattutto i prestiti ipotecari ad acquirenti privati di abitazioni. Negli Stati Uniti, paese nel quale i mutui ipotecari hanno registrato un aumento eccezionale, di gran lunga superiore alle esigenze di finanziamento delle nuove costruzioni e alle transazioni relative a case già esistenti, i privati hanno chiaramente ridotto la loro quota di proprietà sulle abitazioni al fine di finanziare altri tipi di spesa. Con un interesse fisso che si aggirava sul 9%, i prestiti ipotecari di primo grado a lungo termine erano più a buon mercato del credito al consumo e, a quanto pare, attraenti anche alla luce delle prospettive circa i prezzi al consumo in genere. In diversi paesi europei i tassi di interesse sui mutui ipotecari si sono ridotti e, per quanto i tassi correnti di incremento dei prezzi al consumo declinassero anch'essi, sembra che i privati abbiano continuato a considerare l'acquisto di abitazioni una forma di garanzia a lungo termine contro l'inflazione. In alcuni paesi è stato incoraggiato, mediante sgravi fiscali, l'indebitamento volto a finanziare l'acquisto o il restauro di abitazioni già esistenti. In parecchi di essi è stato prontamente disponibile o è divenuto più abbondante il finanziamento a condizioni relativamente buone da parte di istituti specializzati nel credito all'edilizia. Negli Stati Uniti l'afflusso di fondi agli istituti di deposito, precedentemente cospicuo, è rallentato allorché, a 1977 inoltrato, i tassi di interesse sui depositi a breve sono saliti fino ai limiti previsti dalla Regolamentazione Q. Tuttavia le ripercussioni sono state molto meno nette rispetto a situazioni analoghe avutesi in passato, perché i depositi a scadenza fissa, che questi istituti negli ultimi anni sono stati autorizzati ad accettare, sono rimasti concorrenziali, tenuto conto delle severe penalizzazioni, in termini di tassi di interesse, che i prelievi anticipati comportano. Nel Regno Unito gli istituti per il risparmio-casa hanno seguito solo dopo un certo tempo la flessione dei tassi di interesse corrisposti sui titoli del mercato creditizio e hanno beneficiato di forti afflussi di fondi per gran parte dell'anno. In Germania il calo dei rendimenti sul mercato dei capitali ha incoraggiato un forte aumento dei prestiti per la casa, che vengono concessi da istituti di credito specializzati e sono rifinanziati mediante l'emissione di cartelle fondiarie.

Anche *il credito al consumo* è aumentato rapidamente negli Stati Uniti. E ciò, insieme all'aumento del credito ipotecario, ha causato una netta ascesa del rapporto tra indebitamento e reddito disponibile delle famiglie. Anche in Germania il credito al consumo è cresciuto ad un ritmo alquanto sostenuto. Altrove invece, nel 1977 l'aumento del credito al consumo è stato decisamente contenuto e le famiglie hanno continuato ad accumulare attività liquide in misura alquanto rilevante. Inoltre, in molti paesi la flessione dei tassi d'inflazione e dei tassi di interesse ha contribuito a compensare in parte le perdite in conto capitale subite precedentemente dalle famiglie.

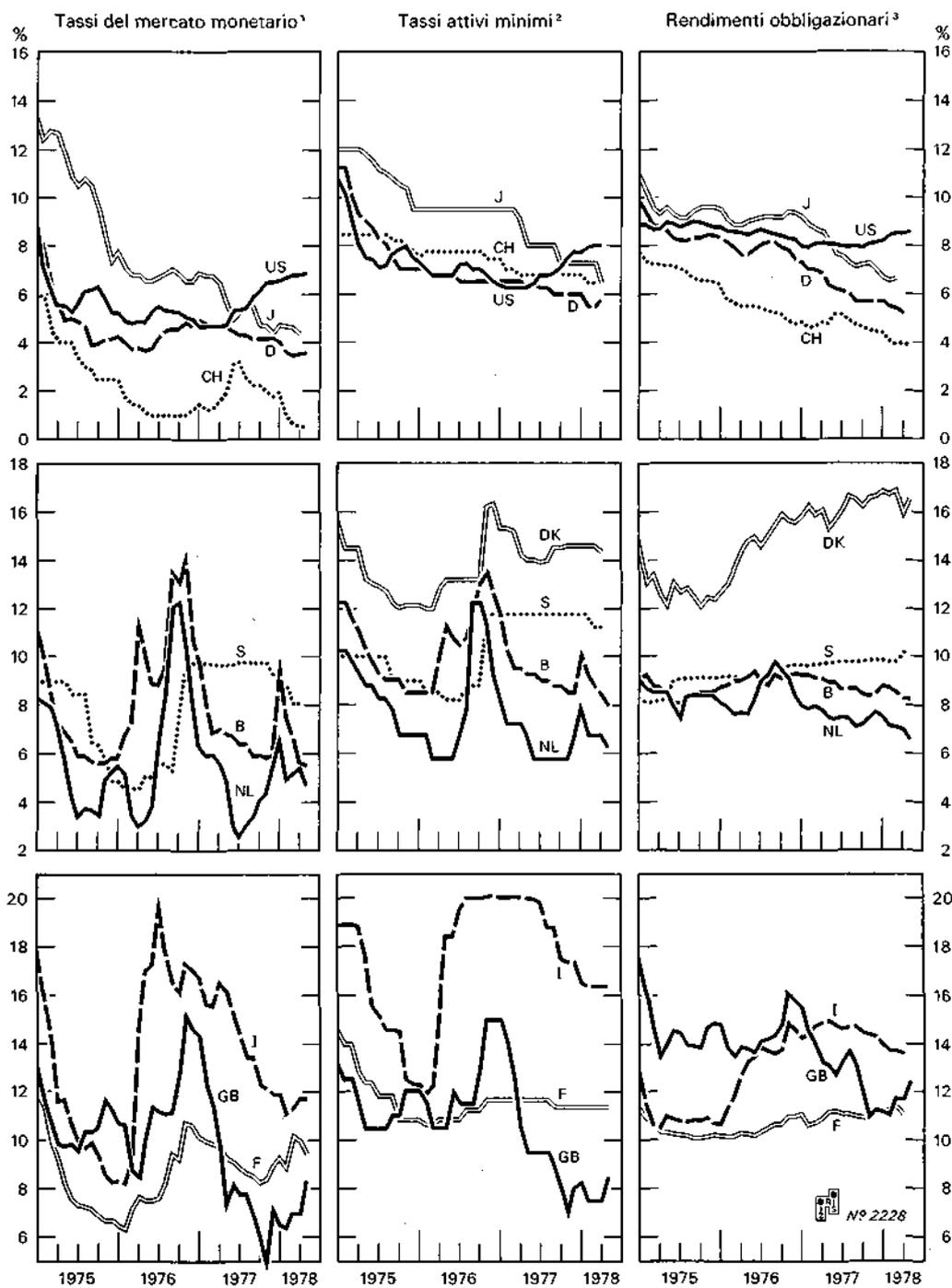
Tassi di interesse.

Le differenze nell'andamento economico e nelle politiche adottate nei tre principali paesi industriali sono rispecchiate con sorprendente precisione dal comportamento dei tassi di interesse sia a breve, sia a lungo termine.

Negli Stati Uniti i tassi di interesse a breve, che nel complesso erano variati molto poco nei precedenti due anni di ripresa economica, sono aumentati di 2-3 punti percentuali fra l'aprile 1977 e la primavera di quest'anno. L'aumento non si è però ripartito uniformemente nel corso dell'anno. Il rialzo del tasso sui *federal funds* è avvenuto in quattro riprese, separate da periodi di stabilità. Gli aumenti hanno coinciso con fasi di incremento molto rapido dell'offerta di moneta, in certa misura contrastato dalla Federal Reserve. In Germania il tasso interbancario a tre mesi, aumentato gradualmente nel corso del 1976 allorché la Bundesbank agì sulle riserve libere delle banche al fine di cercare di moderare la crescita della moneta della banca centrale, è diminuito di quasi un punto percentuale nei mesi precedenti l'agosto dell'anno scorso, in presenza di una politica delle autorità monetarie tendente a favorire un nuovo aumento della liquidità bancaria. Successivamente, sebbene le banche disponessero di un potenziale di sconto inutilizzato e potessero accedere al credito della Bundesbank a tassi favorevoli nella forma di operazioni di mercato aperto con clausola di riacquisto, il tasso di interesse sul denaro a tre mesi si è stabilizzato appena al disopra del livello del tasso ufficiale sulle anticipazioni e non è calato significativamente finché questo saggio non è stato ridotto in dicembre. In Giappone il tasso sul denaro a vista è diminuito di due punti percentuali nel 1977 e all'inizio del 1978, con flessioni accentuate durante la primavera e l'autunno, in concomitanza con un progressivo allentamento della politica monetaria, che ha portato il tasso ufficiale di sconto della Banca del Giappone al 3,5 %, il livello più basso del dopoguerra. I tassi del mercato monetario della Svizzera, paese che ha conseguito un successo ineguagliato sul fronte dell'inflazione, sono rimasti ben inferiori a quelli di altri paesi, nonostante un breve aumento durante la primavera e l'estate del 1977, allorché le autorità hanno approfittato di un temporaneo indebolimento del franco svizzero per intensificare gli sforzi volti a contenere l'espansione monetaria.

Negli Stati Uniti i tassi attivi minimi praticati dalle banche sono aumentati di 2 punti percentuali fra l'aprile 1977 e il maggio 1978: ciò ha comportato una riduzione del margine piuttosto ampio fra questi tassi e quelli sulla carta commerciale, che era sorto durante la recessione a causa dei timori connessi con la solvibilità dei debitori. In Giappone i tassi attivi delle banche commerciali sono stati ridotti l'anno scorso in linea con il tasso ufficiale di sconto della Banca del Giappone. In Germania i tassi di interesse sulle aperture di credito in conto corrente

Tassi di interesse a breve e a lungo termine.



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

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

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

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

hanno seguito piuttosto tardivamente la flessione dei tassi del mercato monetario, mentre i tassi sul credito ipotecario si sono ridotti di quasi 1,5 punti percentuali nei dodici mesi terminati alla fine di aprile di quest'anno. In Svizzera i tassi sui mutui ipotecari si sono ridotti dello 0,5% in connessione con ulteriori riduzioni nei tassi corrisposti sui buoni di cassa dalle banche.

Per quanto riguarda il mercato dei capitali, i rendimenti negli Stati Uniti sono rimasti in genere notevolmente stabili nel corso del 1977, per poi aumentare all'inizio del 1978. Senza dubbio l'elevato tasso tendenziale d'inflazione, che all'inizio del 1978 sembrava essere in fase crescente, ne è stata la causa principale. Il mercato non è stato sottoposto a pressanti richieste di fondi né da parte del settore pubblico né da quello privato. In Germania i tassi di interesse a lungo termine hanno continuato a flettere alquanto rapidamente fino all'autunno, epoca alla quale il margine fra questi tassi e quelli del mercato monetario era divenuto insolitamente ristretto. Seguendo l'andamento dei tassi a breve, i rendimenti sono diminuiti ancora all'inizio del 1978 raggiungendo nuove punte minime dalla fine della guerra. In Svizzera i rendimenti obbligazionari sono diminuiti sensibilmente durante l'inverno e la primavera di quest'anno, ma sembrano essere pur sempre elevati rispetto al tasso d'inflazione; evidentemente gli investitori istituzionali sono stati restii, per motivi tecnici, ad impegnare fondi a lungo termine a bassi tassi nominali. Anche in Giappone sembrerebbe che i rendimenti obbligazionari reali siano rimasti alquanto elevati, nonostante la loro forte flessione in termini nominali.

In Europa il calo dei tassi del mercato monetario in primavera e in estate ha rappresentato un fenomeno abbastanza diffuso. Il Belgio e i Paesi Bassi avevano respinto attacchi speculativi contro le loro monete sui mercati dei cambi e stavano attuando misure per allentare i vincoli sulla liquidità bancaria. All'emergere di nuove pressioni entro il "serpente" europeo, i tassi sui mercati monetari belga e olandese hanno reagito nel modo oramai consueto, per poi ridiscendere all'inizio del 1978. Per converso in Danimarca e in Svezia i tassi di interesse a breve sono stati mantenuti in prossimità degli elevati livelli ai quali erano stati portati nel 1976, anche dopo che la corona svedese si era staccata dal "serpente" e che, nell'ambito di questo, la corona danese era stata svalutata in agosto. Solo modeste flessioni sono state incoraggiate all'inizio del 1978. In Belgio e nei Paesi Bassi i tassi del mercato dei capitali, influenzati in varia misura dall'aumento dei tassi a breve alla fine del 1977, sono nel complesso diminuiti molto poco fra l'inizio del 1977 e la primavera dell'anno in corso, considerato il rallentamento dell'inflazione in questi paesi. Una ragione di ciò va forse ricercata nel forte ricorso al mercato dei capitali da parte del settore pubblico e — nel caso dei Paesi Bassi — delle banche, in seguito alle restrizioni sulla crescita delle loro passività monetarie. In Svezia i rendimenti obbligazionari sono rimasti stabili nel 1977 e sono aumentati nel marzo del 1978, mentre in Danimarca si è registrato un ulteriore aumento nel 1977, seguito da una modesta flessione all'inizio del 1978.

In connessione ai miglioramenti nelle rispettive posizioni sull'estero e al generale indebolimento del dollaro, nel corso del 1977 i tassi di interesse a breve si sono ridotti in modo molto accentuato in Italia e nel Regno Unito e, nel periodo gennaio-settembre, essi sono diminuiti anche in Francia. In questo paese i tassi del mercato monetario sono aumentati nettamente all'inizio del 1978, quando il franco francese è stato oggetto di pressioni, ma in aprile sono ritornati ai livelli della metà

del 1977. Nel Regno Unito il movimento discendente dei tassi di interesse si è arrestato brevemente in maggio-giugno in un contesto di incertezza circa gli obiettivi ufficiali concernenti l'offerta di moneta e il tasso di cambio. Successivamente la sterlina è stata lasciata fluttuare e le autorità hanno incoraggiato un aumento dei tassi del mercato monetario, che si trovavano ad un livello molto basso in relazione ai rendimenti obbligazionari, sebbene anche questi ultimi avessero subito una netta flessione. All'inizio del 1978, in un clima di rinnovate incertezze sulle prospettive di inflazione, sia i tassi di interesse a breve sia quelli a lungo termine sono aumentati.

Mentre nel Regno Unito l'andamento dei tassi del mercato monetario si è grosso modo rispecchiato nei movimenti dei tassi attivi minimi, in Francia questi non hanno presentato notevoli variazioni nel corso dell'anno ed in Italia sono stati ridotti solo con un certo ritardo. Nel 1977 i rendimenti obbligazionari sono rimasti alquanto stabili in Italia e in Francia; all'inizio del 1978 vi sono stati un temporaneo aumento in Francia e una flessione in Italia.

III. LE POLITICHE ECONOMICHE NAZIONALI PER LO SVILUPPO, LA STABILITA' DEI PREZZI ED IL RIEQUILIBRIO DEI CONTI CON L'ESTERO.

Considerato in termini di sviluppo e di occupazione il 1977 è stato un anno di speranze andate deluse. Ad eccezione degli Stati Uniti i paesi industriali si sono ulteriormente allontanati dalla rotta desiderata di una graduale espansione economica. Ed il modesto obiettivo di un ritorno a soddisfacenti livelli di occupazione entro la fine degli anni Settanta era già in crisi a distanza di un anno appena dalla sua formulazione. D'altro canto, con l'ausilio in qualche caso di un apprezzamento esterno della moneta, nella maggior parte dei paesi industriali, conformemente alle attese, i tassi d'inflazione sono ulteriormente regrediti.

Nella primavera del 1977 si nutrivano forti speranze che l'espansione economica potesse proseguire, in un contesto di politiche economiche differenziate a livello nazionale onde tener conto sia delle esigenze di aggiustamento verso l'estero sia dei diversi tassi d'inflazione. Di fatto gli indirizzi seguiti dai singoli paesi non sono risultati nell'insieme compatibili. Da un lato, per quanto concerne i cosiddetti paesi-locomotiva, la ripresa è proseguita alquanto vigorosa negli Stati Uniti, ma in Giappone ed in Germania l'attività economica è rimasta ben al disotto delle attese; dall'altro, i vari atteggiamenti restrittivi assunti in parecchi paesi sviluppati ed in via di sviluppo, di solito per ragioni insieme di ordine esterno ed interno, hanno messo in moto forze frenanti di insospettato vigore. Nel complesso queste disparate tendenze hanno contribuito a rallentare decisamente in termini reali la crescita della produzione e dell'interscambio ed a determinare ampi riallineamenti dei tassi di cambio.

Dall'autunno scorso, un certo numero di paesi, non ultimi il Giappone e la Germania, ha preso nuovi provvedimenti di rilancio. Di conseguenza, al momento attuale vi è una certa speranza, pur temperata dalle delusioni dell'anno passato, che la produzione nei paesi industriali assuma una dinamica ascendente più uniforme. Tuttavia, questo risultato non può essere in nessun caso dato per scontato, in quanto il suo conseguimento può ben dipendere dall'attuazione di ulteriori misure espansive da parte di quei paesi che sono maggiormente in condizioni di farlo.

Non si può tuttavia ignorare che vi sono state fondamentali differenze fra i paesi nel modo di valutare gli attuali problemi di stabilizzazione interna e di riequilibrio a livello internazionale, differenze che continueranno ad influenzare le scelte di politica economica ed il corso degli eventi. Queste differenti valutazioni si esprimono in parte nel diverso peso attribuito agli obiettivi più generali: stabilità dei prezzi, occupazione ed equilibrio dei conti con l'estero. Esse si sono peraltro anche riflesse nella diversa importanza attribuita agli squilibri congiunturali rispetto a quelli di natura strutturale e, parzialmente in conseguenza di ciò, alle politiche di gestione della domanda rispetto all'affidamento sulle forze correttive del mercato e su provvedimenti di tipo selettivo. Quasi ovunque è inoltre divenuta più problematica l'azione estemporanea di stimolo della domanda a causa della crescente reattività degli operatori economici ai movimenti dei prezzi, dei salari e delle variabili finanziarie.

In tale contesto, le autorità dei singoli paesi hanno ulteriormente sperimentato strumenti ed approcci innovativi di politica economica, quali gli obiettivi monetari e determinate politiche dei redditi, allo scopo di conseguire un moderato sviluppo unitamente ad un ulteriore rallentamento dell'inflazione.

Permane notevole il rischio che la ripresa continui a vacillare, se i paesi persisteranno nel tentativo di risolvere i propri problemi nel ristretto ambito nazionale. Questa consapevolezza ha indotto le autorità dei vari paesi a discutere l'attuabilità di un'azione più concertata, che permetterebbe di allentare reciprocamente le costrizioni esterne a cui sono sottoposti molti paesi.

I problemi di politica economica nel lungo periodo.

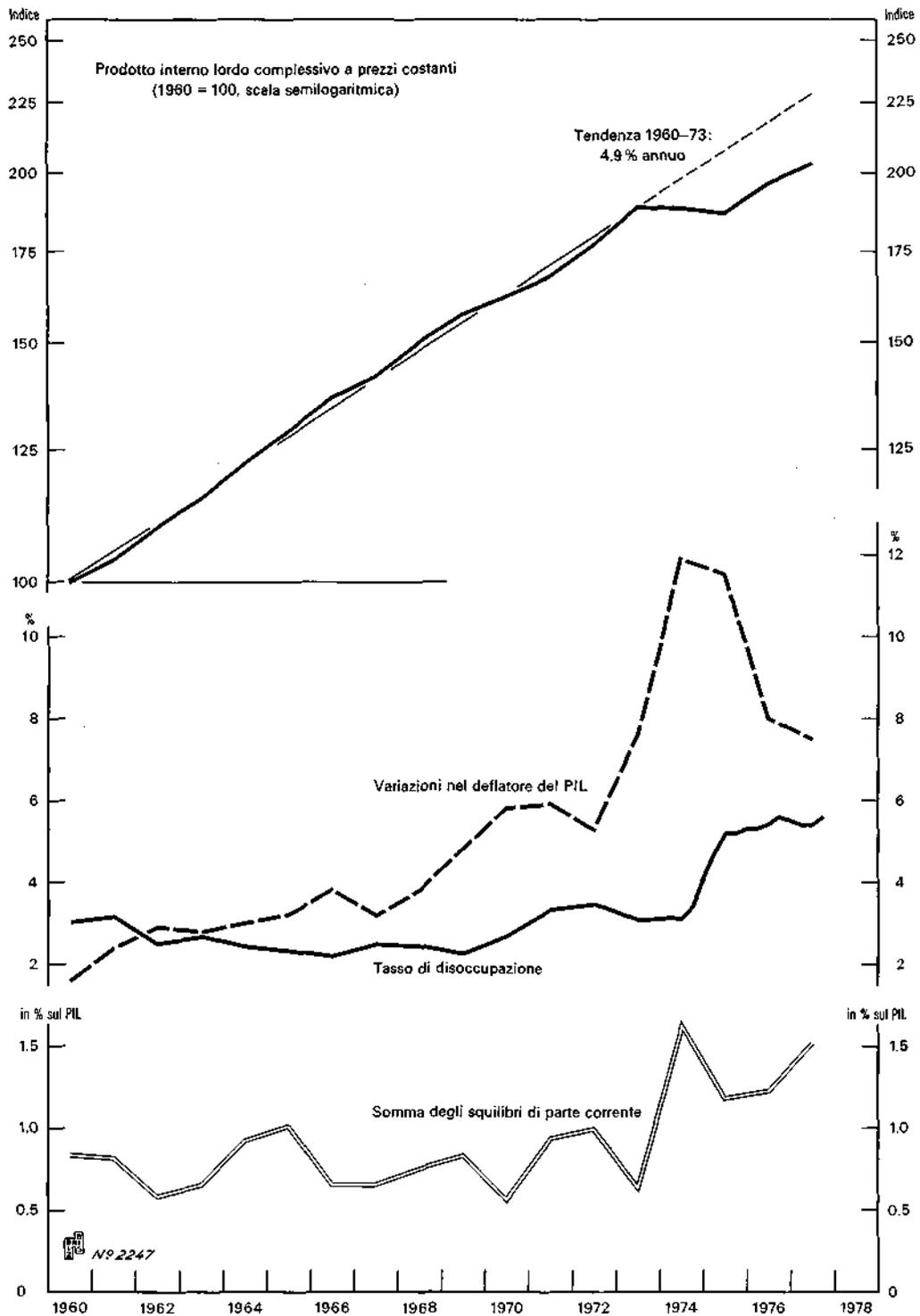
Prima di volgere l'attenzione alle strategie ed agli strumenti di politica economica, è forse opportuno dare un breve sguardo retrospettivo alla comparsa ed all'evoluzione degli odierni problemi comuni.

Come mostra il grafico a pag. 44, l'attuale situazione nei paesi industriali non trova riscontro nel periodo postbellico. Posta a raffronto con l'andamento tendenziale del prodotto nazionale nel periodo anteriore, l'attuale "recessione dello sviluppo" supera di gran lunga tutte le precedenti per intensità e durata. Inoltre, dopo il minimo toccato dall'attività produttiva nel 1975, la ripresa si è mantenuta al disotto anche dell'obiettivo di crescita relativamente modesto concordato fra i governi dei paesi interessati. Non sorprende quindi che l'aumento della disoccupazione complessiva sia stato il più forte del dopoguerra; la permanenza di tassi di disoccupazione molto alti è il risvolto della permanenza di livelli produttivi inferiori alle tendenze del periodo precedente.

Il grafico mette in evidenza che i superlativi non finiscono qui. Anche l'inflazione e la dimensione dello squilibrio esterno hanno raggiunto nuovi massimi a partire dalla crisi del petrolio - anche se l'inflazione è stata ora ridotta in misura significativa. Sebbene l'accelerazione del tasso di incremento dei prezzi interni sia stata massima negli anni 1973-74, la situazione era andata deteriorandosi in modo percettibile già nel corso del precedente decennio. Nella seconda metà degli anni Sessanta, erano emerse, specialmente in Europa, pressioni dal lato dei costi salariali, mentre negli Stati Uniti si erano manifestate tensioni indotte da eccesso di domanda nel periodo della guerra in Vietnam. Inoltre, soprattutto per effetto del meccanismo di trasmissione insito nel sistema di parità fisse, in tutti i paesi industriali i tassi di espansione della moneta erano elevati. La situazione si presentava pertanto già piuttosto fragile allorché, negli anni 1972 e 1973, i governi misero in atto simultaneamente politiche economiche espansive. Al breve ma rapido aumento della domanda e della produzione che ne seguì si sovrappose una serie di esiti sfavorevoli, come, ad esempio, i cattivi raccolti, acuitizzati da speculazioni su alcuni prodotti primari non deperibili, che contribuì ad un allarmante incremento dei prezzi delle materie prime fondamentali. E, naturalmente, il tutto fu coronato dal massiccio rincaro del petrolio deciso negli anni 1973-74.

Quest'ultimo evento non solo contribuì ovviamente ad accelerare in misura notevole l'inflazione, ma aggravò anche seriamente i preesistenti squilibri nei pagamenti internazionali. La parte inferiore del grafico fornisce una misura assai approssimativa dello squilibrio complessivo di parte corrente dei paesi OCSE. Essa riporta

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



semplicemente la somma, a prescindere dai segni, dei saldi delle partite correnti di tutti i paesi OCSE, espressi quale percentuale del prodotto nazionale a prezzi correnti. Pur tenuto conto della semplicità della misurazione, appare evidente un fenomeno: nel periodo più recente gli squilibri nei pagamenti internazionali hanno raggiunto proporzioni eccezionali.

In definitiva, in questi anni i governi non sono riusciti a conseguire alcuno dei quattro obiettivi macro-economici del dopoguerra: sviluppo, elevati tassi di occupazione, stabilità dei prezzi ed equilibrio dei conti con l'estero.

Tuttavia, come i segni di crescenti tensioni inflazionistiche erano discernibili nel periodo precedente la crisi petrolifera, così vi era già una certa tendenza all'aumento dei tassi di disoccupazione. In parte i due fenomeni possono ovviamente essere stati collegati fra di loro, nella misura in cui i governi furono indotti ad agire in senso restrittivo sulla domanda per controbattere le spinte inflazionistiche. Molti osservatori vi ravvisano tuttavia anche un'accresciuta importanza dei fattori strutturali. Alcuni di questi fattori potrebbero essere sorti nello stesso mercato del lavoro, quale il mancato incontro, in termini di specializzazione, fra la domanda e l'offerta di lavoro. Altri potrebbero ricollegarsi alle più elevate indennità di disoccupazione oggi prevalenti, che agiscono fra l'altro come incentivo a prolungare il periodo di ricerca di un nuovo e più congeniale posto di lavoro. Altri elementi strutturali nel fenomeno della disoccupazione possono essere ricercati nell'incapacità di adeguare in modo sufficientemente rapido la struttura produttiva a nuove conformazioni della domanda, alle esigenze di equilibrio con l'estero o allo svilupparsi dell'apparato industriale in alcuni paesi emergenti.

Quale che sia la portata esatta di tali elementi, il grafico fornisce chiaramente l'impressione che un altro fattore abbia fortemente agito negli anni 1974-75, e cioè una carenza di domanda rispetto all'offerta potenziale. Al marcato scostamento della produzione dalla precedente tendenza si è accompagnato, con il normale sfasamento temporale, un considerevole aumento del margine di inutilizzo sia delle forze di lavoro sia degli impianti.

Gli effetti contrattivi sulla domanda del rincaro del petrolio e della conseguente eccedenza dell'OPEC sono ormai generalmente riconosciuti dagli osservatori economici. Alcuni fra i paesi petroliferi a bassa capacità d'importazione hanno infatti aumentato fortemente la loro quota di risparmio senza che aumentassero in misura proporzionale gli investimenti interni o all'estero. I governi dei maggiori paesi importatori di petrolio si sono trovati chiaramente costretti ad incorrere nei cosiddetti "disavanzi petroliferi" per controbilanciare l'eccedenza OPEC, il che avrebbe implicato l'accettazione di un ulteriore ampliamento dei disavanzi di bilancio. Ma anche a prescindere da questo ostacolo, di fatto non è mai emersa una formula accettabile per ripartire la contropartita dell'eccedenza OPEC. Le reazioni ai disavanzi di bilancia dei pagamenti sono state differenziate ma, in alcuni casi, si sono tradotte essenzialmente nei tradizionali provvedimenti restrittivi sulla domanda interna.

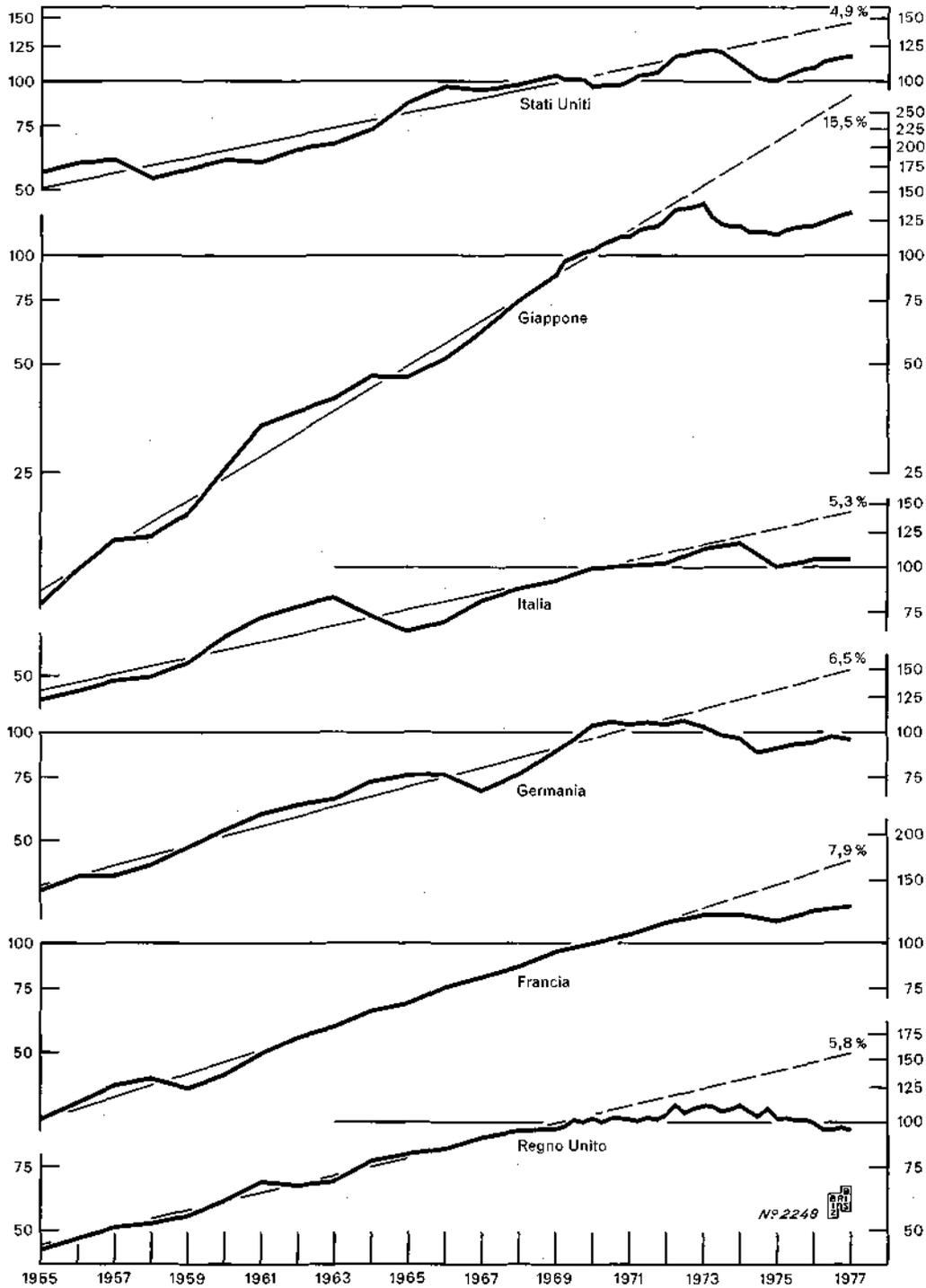
Vi sono stati tuttavia altri fattori che hanno frenato la spesa degli operatori pubblici e privati. L'inflazione ha senz'altro svolto un ruolo primario: sia in modo abbastanza diretto, sia aumentando il grado d'incertezza nelle decisioni di spesa. Un chiaro esempio in molti paesi è stato il modo in cui la propensione al risparmio delle famiglie è aumentata con l'accelerarsi dell'inflazione. Ciò può aver rappresentato un tentativo di ricostruire il valore reale delle attività finanziarie, fortemente eroso dagli

elevati tassi d'inflazione ed anche da perdite in conto capitale sui titoli dovute all'ascesa dei tassi di interesse. Ma indubbiamente anche l'incertezza generale, soprattutto nei riguardi delle prospettive di occupazione, può avere avuto il suo peso.

Anche la spesa per investimenti fissi delle imprese si è indebolita fortemente durante la recessione rispetto alle tendenze del periodo precedente, come si evince dal grafico di pag. 47. L'atonìa della domanda globale ed il parallelo accrescersi del margine di inutilizzo degli impianti hanno senz'altro avuto una importante parte di responsabilità in tale processo. Tuttavia, anche in questo caso, l'inflazione ha quasi certamente agito come elemento frenante, in quanto non soltanto da essa nascono incertezze circa l'andamento futuro delle vendite, tenuto conto che i governi potrebbero essere costretti ad intervenire in senso restrittivo, ma in molti paesi le spinte dal lato dei costi hanno condotto ad un'erosione dei margini di profitto. Naturalmente un tale andamento è in certa misura normale durante una fase recessiva; tuttavia, in certi paesi la redditività presentava una tendenza calante già qualche tempo prima della crisi del petrolio. Ed è questa circostanza ad indurre alcuni osservatori a mettere in dubbio che una politica di stimolo possa oggi sortire il suo consueto effetto in termini di produzione e di occupazione. In altre parole, gli investimenti potrebbero non rispondere anche ad una maggiore domanda, fintantoché il rapporto tra costi e prezzi non sia divenuto più favorevole. Anche le incertezze circa l'andamento dei tassi di cambio rappresentano un ulteriore fattore frenante. Il protrarsi e la dimensione dell'insufficienza di investimenti rispetto alla tendenza del passato fanno anche sorgere seri dubbi sulla possibilità che la produzione globale si riavvicini ai precedenti valori medi di crescita. Una carenza di tale portata può ben aver ridotto la produttività del capitale, soprattutto poiché in parte gli attuali investimenti sono connessi a nuovi criteri nella protezione dell'ambiente o ad adattamenti strutturali alle variazioni relative dei prezzi delle fonti di energia, piuttosto che ad ampliamenti della capacità produttiva. Per queste ragioni, specialmente se perdurerà tale debole tendenza degli investimenti, potremo forse assistere ad un rallentamento di fondo nel ritmo potenziale di crescita della produzione nel mondo industriale.

In aggiunta agli effetti depressivi dell'avanzo dei paesi OPEC ed alla cautela nelle decisioni di spesa degli operatori privati, vi è stata un'influenza per alcuni versi conservatrice da parte delle autorità nazionali; non tanto nel senso che molti paesi abbiano perseguito un rallentamento nella crescita tendenziale della spesa pubblica (il cui effetto deflazionistico avrebbe potuto essere controbilanciato da alleggerimenti fiscali) quanto piuttosto per il grado di cautela dimostrato nella politica di contenimento della spesa pubblica netta, ossia del disavanzo di bilancio. Tale affermazione potrebbe sembrare paradossale, dopo un periodo in cui i disavanzi di bilancio avevano raggiunto dimensioni senza precedenti non solo in termini assoluti, ma anche in rapporto al prodotto nazionale lordo. Ma il fatto è che l'eccedenza dei paesi petroliferi e l'abnorme squilibrio *ex ante* fra risparmio ed investimenti in altri paesi hanno sottratto al sistema un eccezionale ammontare di domanda, che evidentemente soltanto la spesa pubblica poteva reintegrare, seppure a costo di amplissimi disavanzi di bilancio. Nell'opinione delle autorità e del pubblico, tuttavia, tali disavanzi sono indissolubilmente legati al rischio di peggiorare l'inflazione. E, in effetti, è spesso attraverso il disavanzo della pubblica amministrazione che viene immessa nel sistema quella nuova moneta che può provocare o assecondare le spinte inflazionistiche. Vi è stata così una situazione di stallo fra il desiderio, da un lato, di colmare il vuoto di domanda e la riluttanza, dall'altro, ad assecondare l'inflazione dei costi.

Andamento degli investimenti fissi (escluse le abitazioni) a prezzi costanti.*
Indici annual e trimestrali: 1970 = 100 (scale logaritmiche)



* Comprende gli investimenti del settore pubblico. Le linee di tendenza si riferiscono al periodo 1960-73.

Le strategie di politica economica un anno addietro.

Nella primavera del 1977 si riteneva che il consolidarsi della ripresa economica sarebbe fortemente dipeso dall'evoluzione congiunturale negli Stati Uniti, in Giappone e nei paesi europei a moneta forte. Negli altri paesi erano in atto o stavano per essere adottate politiche economiche orientate in senso restrittivo, dettate in parte da esigenze di bilancia dei pagamenti. In tre importanti paesi — Regno Unito, Francia ed Italia — si trovavano in piena applicazione importanti programmi di stabilizzazione. Austria, Belgio e Paesi Bassi ritenevano necessario adottare politiche restrittive per mantenere le proprie monete in linea con il marco tedesco. Per diversi paesi europei minori vi era poi la palese necessità di ridurre il persistente disavanzo con l'estero. Anche al di fuori dell'Europa era evidente un'analogha esigenza in molti paesi più o meno sviluppati.

In termini di aggiustamento complessivo, ciò implicava sostanzialmente la necessità di un certo capovolgimento dei ruoli contrastanti avuti dai vari paesi dopo il rincaro del petrolio. Mentre nella fase iniziale alcuni paesi avevano preso provvedimenti per sostenere la domanda e l'occupazione, gli Stati Uniti, il Giappone e la Germania avevano dato un brusco giro di vite alle loro economie al fine di combattere l'inflazione. Era quindi tempo che il pendolo oscillasse dalla parte opposta e ci si attendeva pertanto che le tre economie maggiori dessero slancio alla domanda mondiale, facilitando così gli sforzi di aggiustamento degli altri paesi.

Benché in alcuni ambienti la tesi delle "locomotive" fosse contestata fin dall'inizio, le previsioni ufficiali di crescita reale del prodotto nazionale per il 1977 (circa il 5% negli Stati Uniti e in Germania; 6,7%, sulla base dell'anno finanziario, in Giappone) le conferivano una certa credibilità. In tutti e tre i paesi erano stati adottati provvedimenti fiscali di rilancio e le rispettive autorità avevano sottolineato la loro ferma intenzione di intervenire ulteriormente, se necessario, per mantenere la crescita produttiva in linea con l'obiettivo a medio termine di uno sviluppo moderato compatibile con tassi d'inflazione decrescenti.

Alla luce dei fatti si sono tuttavia manifestate differenze sostanziali sia nella situazione congiunturale, sia negli approcci di politica economica. Negli Stati Uniti le autorità avevano la sensazione che, prescindendo dal problema della politica energetica, era stata aperta la via per un periodo di espansione sostenuta della domanda. A loro giudizio, le imprese avevano potuto operare una decisa ristrutturazione dei propri bilanci, i rapporti fra costi e prezzi erano per lo più ritornati alla normalità, le rivendicazioni salariali erano contenute e il sotto-utilizzo dell'economia nel suo complesso avrebbe fornito una sufficiente garanzia contro un riattizzarsi dell'inflazione. In Germania per contro, la fiducia nella gestione della domanda era assai meno forte, in parte a causa della sensibilità dei mercati finanziari a interventi di stimolo, ma in parte anche perché l'aumento del rapporto fra i costi della manodopera ed i prezzi negli anni Settanta veniva considerato come un problema strutturale. Pertanto, benché si riconoscesse la necessità di aumentare la redditività e gli investimenti delle imprese, si riteneva che qualsiasi sollecitazione della domanda oltre certi ristretti limiti avrebbe semplicemente indotto un ulteriore aumento dei prezzi, delle retribuzioni e dei tassi di interesse. Di conseguenza, la sola via per sostenere l'espansione consisteva in una politica economica molto cauta, attuata nell'ambito di obiettivi monetari aventi come fine un graduale ritorno, mediante i meccanismi del mercato, alla piena stabilità dei prezzi.

In Giappone la volontà di reflazionare l'economia era stata condizionata dal ricordo dell'accesso inflazionistico degli anni 1973-74 e dalla consapevolezza di problemi strutturali di lungo periodo, sia reali sia finanziari. In effetti, il fattore che aveva accentuato la depressione economica e l'eccedenza esterna del Giappone era stato proprio il suo sforzo di adeguare rapidamente la propria economia ad un ridotto tasso di crescita di lungo periodo pari forse alla metà del valore tendenziale precedente. I provvedimenti reflazionistici fino ad allora introdotti erano stati applicati a dosi prudenziali e con scarsi effetti immediati.

Vi erano altre fonti potenziali di rafforzamento della domanda, oltre alle tre maggiori economie. I Paesi Bassi e - rispetto ai parametri internazionali - il Belgio avevano forti posizioni esterne di parte corrente, e la saltuaria debolezza delle rispettive monete era relativa al livello richiesto per mantenersi al passo con il marco tedesco nell'ambito del "serpente". In Belgio la politica fiscale è stata cautamente espansiva ed ha mirato, in parte, a stimolare la debole attività d'investimento; nei Paesi Bassi la politica economica è stata condizionata al costante sforzo di ridurre l'incidenza relativa del settore pubblico e di porre meglio sotto controllo l'espansione del credito. Anche la Svizzera presentava un'ampia eccedenza di parte corrente, ma dati i bassi livelli di disoccupazione, si è ritenuto che l'avanzo fosse essenzialmente di natura strutturale e quindi non influenzabile dalla politica della domanda. In una certa qual misura anche Germania e Giappone consideravano di natura strutturale le proprie eccedenze sull'estero.

In altri paesi, fra i quali molti avevano accumulato ampi disavanzi con l'estero nell'arco di parecchi anni, i provvedimenti restrittivi sono stati all'ordine del giorno.

Dopo aver elaborato un vasto programma comprendente un obiettivo monetario, restrizioni alla spesa pubblica, una politica dei redditi e strumenti di sostegno finanziario internazionale, le autorità del Regno Unito riuscivano a porre efficacemente un freno alla spesa interna. Benché la produzione industriale sia andata calando durante l'anno ed i conti con l'estero siano decisamente migliorati, si è continuato a dare la priorità all'obiettivo di ridurre l'inflazione. Le agevolazioni fiscali previste nel bilancio del marzo 1977 erano essenzialmente subordinate al perdurare del contenimento delle rivendicazioni salariali.

Anche in Italia, nella primavera del 1977 la produzione era già in fase declinante, come conseguenza di precedenti provvedimenti restrittivi. Questi avevano compreso inasprimenti fiscali, aumenti nelle tariffe dei servizi pubblici e l'introduzione di un sistema di risparmio forzato sugli aumenti relativi alle retribuzioni superiori a determinati livelli, peraltro non elevati. Al tempo stesso veniva raggiunto l'accordo per una parziale modifica del sistema di indicizzazione dei salari e, al fine di stimolare gli investimenti, si provvedeva a ridurre ulteriormente gli oneri sociali a carico delle imprese industriali.

Nella primavera del 1977 la politica economica della Francia era ancora fondamentalmente quella enunciata nel programma antinflazionistico introdotto nel settembre dell'anno prima. Tale programma (noto come "piano Barre") aveva come principali elementi un obiettivo di crescita monetaria per il 1977, un inasprimento della politica fiscale associato ad un certo stimolo all'investimento pubblico e privato, un blocco parziale dei prezzi ed una politica dei redditi comportante una regolamentazione dei salari applicabile sia al settore pubblico sia a quello privato. Nella prima parte del 1977, di fronte ad un migliorato andamento dei prezzi, accompagnato però da

una decelerazione produttiva, sono stati presi solo modesti provvedimenti fiscali a sostegno degli investimenti e dei consumi.

In vari altri paesi industriali la persistenza di ampi disavanzi con l'estero e dell'inflazione ha reso necessario il mantenimento o addirittura l'inasprimento di politiche economiche restrittive. In Finlandia è proseguita nel 1977 l'applicazione del severo programma di restrizioni monetarie e fiscali adottato nel 1976. Anche la Danimarca e l'Austria hanno assunto un orientamento monetario e fiscale più restrittivo, e la Norvegia ha proceduto ulteriormente nel senso di una stretta monetaria. Per contro, in Canada, dapprima vi è stata una riduzione dell'obiettivo di espansione monetaria, ed in seguito la politica fiscale è stata resa più espansiva, prevedendo forme di incentivazione a favore degli investimenti delle imprese. Anche la Svezia, che già da tempo seguiva una linea di sostegno della domanda interna, ha continuato ad attuare una politica relativamente espansiva. Fra i paesi dell'Europa meridionale, Spagna, Portogallo e Grecia hanno tutti operato sotto l'effetto di politiche adottate precedentemente per ridurre l'inflazione e gli ampi disavanzi con l'estero.

Le diversità nelle linee di azione.

Gli sviluppi economici dello scorso anno, benché incoraggianti per alcuni aspetti particolari, in termini globali hanno formato un quadro sconcertante. Un tratto di carattere generale è stato il vigore con cui parecchi paesi ad elevata inflazione e con forti disavanzi hanno perseguito i propri obiettivi di stabilizzazione e di riequilibrio. Dato l'effetto frenante complessivo insito in tali orientamenti, dettati da considerazioni sia interne che esterne, ci si può chiedere, a posteriori, se un qualsiasi grado di forza propulsiva proveniente dai paesi più forti avrebbe potuto imprimere alla domanda mondiale un andamento fortemente dinamico. D'altra parte il fatto che i paesi più forti, ad eccezione degli Stati Uniti, non abbiano fornito uno stimolo più vigoroso alla domanda mondiale ha quasi certamente fatto pendere la bilancia verso uno sviluppo in termini reali molto più lento.

Uno dei fattori contrattivi è stato l'apprezzamento di diverse monete rispetto al dollaro. Questo fenomeno ha comportato, quanto meno nel breve periodo, una diminuzione nella redditività delle imprese esportatrici di alcuni paesi dell'Europa occidentale e del Giappone, inferendo un ulteriore colpo alle aspettative imprenditoriali ed alle prospettive di investimento. Ed anche per gli Stati Uniti esso ha sollevato problemi delicati. Considerato il ruolo internazionale del dollaro e la persistente carenza di un'efficace politica dell'energia, in che misura corrispondeva agli interessi di lungo periodo degli Stati Uniti l'anteporre l'espansione interna alla stabilità monetaria internazionale? E, supposta l'esistenza di una reale alternativa fra i due obiettivi, quali erano gli interessi degli altri paesi?

Gli sviluppi economici e finanziari dello scorso anno e dei primi mesi del 1978 sono stati descritti nel precedente capitolo. In sintesi, la ripresa negli Stati Uniti ha seguito un andamento ciclico alquanto tradizionale. Sebbene la recessione fosse stata acuta e di lunga durata, le condizioni di agevole ricorso al credito avevano dato un forte impulso alla costruzione di abitazioni ed all'acquisto di beni di consumo durevoli, seguito finalmente da segni di una sana ripresa degli investimenti fissi delle imprese. In Germania, per contro, la continua compressione dei profitti, l'inattesa debolezza dei mercati esteri, difficoltà di natura istituzionale nel pianificare programmi

d'investimento connessi con la produzione di energia ed il perdurare degli sforzi tesi ad un miglioramento del bilancio pubblico si sono complessivamente tradotti in una crescita inferiore alle previsioni. In Giappone l'atteggiamento conservatore nella politica fiscale e l'apprezzarsi dello yen, in un contesto di prospettive di sviluppo radicalmente mutate, di un ampio margine di capacità inutilizzata e di pesanti giacenze, hanno fatto sì che la domanda interna si mantenesse molto debole, nonostante la forte dinamica delle esportazioni. Praticamente in tutti gli altri paesi, in presenza di politiche economiche orientate, con diversi gradi d'intensità, in senso restrittivo e di una domanda esterna tendente ad indebolirsi, la crescita della produzione è andata rallentando o si è addirittura convertita in una flessione.

Uno dei più importanti insegnamenti che si possono trarre da questa esperienza è ben noto all'analisi economica: le posizioni esterne di parte corrente continuano ad essere molto sensibili alle variazioni relative della domanda interna. Al fine di illustrare tale fenomeno in un contesto temporale più ampio, nella tabella che segue sono raffrontati gli andamenti in termini reali della domanda interna e delle importazioni ed esportazioni di beni e servizi in ciascuno degli ultimi tre cicli economici quadriennali, che presentano una cadenza pressoché analoga dal punto di vista internazionale. I paesi sono ripartiti in tre gruppi; sia questi ultimi sia i paesi nell'ambito di ciascun gruppo sono ordinati secondo la misura in cui i tassi medi composti di crescita della domanda interna nel ciclo 1973-77 si sono scostati dai corrispondenti valori medi degli anni 1965-73.

I dati della tabella contribuiscono a dimostrare due importanti assunti. Da un lato, le differenze nei risultati conseguiti dai vari paesi in termini di sviluppo economico negli anni 1973-77 sono state, se mai, inferiori a quelle dei periodi precedenti.

Evoluzione della domanda ed aggiustamento dei conti con l'estero. Raffronti ciclici.*

Paesi	Aumento in termini reali della:									Bilancia delle partite correnti	
	domanda interna			esportazione di beni e servizi			importazione di beni e servizi			1973	1977
	1965-69	1969-73	1973-77	1965-69	1969-73	1973-77	1965-69	1969-73	1973-77	miliardi di dollari USA	
tassi annui composti, in percentuale											
Giappone	11,4	9,4	1,6	15,5	11,8	13,1	15,3	13,7	3,3	-0,1	11,0
Svizzera	3,5	4,7	-2,1	11,8	6,8	3,4	9,0	9,2	0,7	0,3	3,7
Italia	6,2	4,9	0,5	11,8	7,1	8,2	13,3	9,9	1,2	-2,7	2,3
Finlandia	3,3	6,4	0,7	10,1	7,2	1,1	5,1	8,8	-0,6	-0,4	0,2
Spagna	6,2	6,8	2,0	13,0	13,5	4,5	8,0	10,9	0,8	0,6	-2,3
Regno Unito	1,9	4,0	-1,4	6,6	6,4	4,1	5,1	8,0	0,8	-2,2	0,0
Danimarca	5,1	3,6	0,9	7,0	7,6	2,6	7,6	8,0	0,9	-0,5	-1,6
Francia	6,2	5,5	2,5	10,3	13,5	6,0	13,8	11,8	4,6	-0,7	-3,2
Germania	3,5	4,4	1,5	10,3	7,8	4,8	7,3	8,6	5,4	4,3	3,9
Paesi Bassi	5,5	4,0	2,5	9,9	11,8	1,8	9,9	9,2	1,9	2,4	0,3
Belgio	4,4	5,5	2,7	9,9	10,9	3,9	10,2	10,6	4,4	1,2	-0,3
Australia	4,9	4,8	2,7	8,1	7,0	3,7	4,3	6,0	4,6	0,5	-2,7
Austria	3,8	7,0	3,3	8,8	11,9	3,8	6,4	14,0	5,4	-0,4	-3,0
Canada	5,3	5,7	3,6	11,4	7,6	2,2	10,1	7,6	4,2	0,0	-4,0
Stati Uniti	4,2	3,3	1,9	6,2	8,8	2,8	11,6	5,9	2,4	-0,4	-20,2
Svezia	3,6	1,7	1,9	8,4	9,9	0,5	7,5	5,7	4,1	1,2	-3,3
Norvegia	3,8	5,3	5,4	8,6	6,2	5,1	6,2	8,2	6,4	-0,3	-4,9

* I paesi sono ordinati in base allo scostamento del tasso annuo di crescita della domanda interna per il periodo 1973-77 rispetto al corrispondente tasso del periodo 1965-73.

Pertanto, nonostante il presunto effetto di isolamento dei tassi di cambio fluttuanti, il meccanismo di trasmissione a livello dell'economia reale (contrapposto a quello finanziario) pare funzionare quanto in passato, e la recessione è stata veramente di portata globale. D'altro lato, lo scostamento dei tassi di crescita dei singoli paesi *dai risultati da essi stessi conseguiti nel passato* appare come il fattore che ha maggiormente contribuito all'andamento differenziato degli squilibri esterni.

Se si esamina più da vicino quest'ultimo fenomeno, il primo gruppo comprende quei paesi nei quali la recessione della domanda interna nel periodo 1973-77 è stata più accentuata rispetto ai cicli precedenti. Parallelamente, in tutti questi paesi vi è stato in termini reali un marcato aumento delle esportazioni in rapporto alle importazioni, che induce a ritenere che la debolezza relativa della domanda interna abbia contribuito a migliorare le esportazioni nette a spese di altri paesi. Danimarca, Francia, Italia e Regno Unito sono comprensibilmente in questo gruppo, soprattutto se si considera che le loro bilance delle partite correnti si trovavano in forte passivo già prima del rincaro del petrolio. Inoltre, tali paesi, unitamente a Spagna e Finlandia, furono in genere duramente colpiti dalle variazioni nelle ragioni di scambio intervenute dopo il 1973. Ma, sul piano internazionale, la presenza in cima a tale gruppo del Giappone e della Svizzera (pur nella sua minore dimensione relativa) ha dimostrato di essere un forte elemento di disturbo. Entrambi i paesi argomenterebbero che la ragione principale è da ricercare in fattori strutturali, connessi ad un brusco mutamento delle prospettive di sviluppo.

All'estremità opposta, il terzo gruppo è costituito da paesi in cui la domanda interna si è mantenuta a livelli relativamente sostenuti durante il periodo 1973-77 considerato nel suo insieme, spesso come risultato di politiche economiche deliberatamente tese a tale scopo. E' pur vero che gli Stati Uniti si sono aggiunti solo da ultimi a questo gruppo, in seguito alla rapida espansione economica dello scorso anno. Tutti questi paesi hanno registrato notevoli peggioramenti nelle loro posizioni di parte corrente nel periodo 1973-77.

Nel gruppo intermedio si collocano Germania, Paesi Bassi e Belgio, le cui eccedenze di parte corrente si sono alquanto ridotte tra il 1973 e 1977. Con un andamento della domanda interna più prossimo, nel complesso, ai valori medi internazionali, i conti con l'estero hanno quindi presentato solo modeste variazioni nette. Dato interessante, la Germania ha dimostrato un'elevatissima elasticità della domanda di importazioni di beni e servizi in rapporto ai prezzi e, di fatto, nel periodo 1973-77 ha superato la maggior parte degli altri paesi in termini di crescita reale delle importazioni. Tuttavia, essendo al tempo stesso aumentate considerevolmente le esportazioni, il saldo attivo con l'estero è diminuito solo di poco. Nel caso del Belgio e dei Paesi Bassi, entrambi con tassi d'inflazione superiori alla Germania, la permanenza delle loro monete nel "serpente" intracomunitario ha richiesto l'adozione, durante il periodo 1973-77, di politiche monetarie relativamente restrittive.

Nel complesso, le risultanze riportate in tabella suscitano alcune perplessità. In risposta alla crisi del petrolio, che di per sé aveva colpito i paesi con diversi gradi d'intensità, le autorità nazionali hanno reagito a livello delle economie interne in modi disparati, con il risultato di dar luogo ad una vasta gamma di eccedenze e disavanzi con l'estero. Queste differenze sono in qualche modo connaturate nelle strutture economiche, finanziarie ed istituzionali dei paesi in questione? Oppure esse sono più semplicemente frutto di diversità nell'atteggiamento e nella scelta di

priorità delle autorità responsabili della politica economica? Si è detto del sistema di Bretton Woods che esso era troppo rigido per adattarsi alle ampie differenze di comportamento dei vari paesi. Ma anche in presenza di tassi di cambio flessibili le ampie divergenze nelle posizioni esterne hanno generato fortissime pressioni a carico di molti paesi deficitari, pressioni che hanno iniziato a mettere in pericolo le fondamenta della libertà degli scambi e dei pagamenti.

I nuovi approcci e gli orientamenti attuali della politica economica.

Gli eventi dell'anno scorso hanno suscitato nuove forme di intervento di politica economica, come descritto nel Capitolo II, ed hanno preparato la strada per l'azione ulteriore. La più recente fase recessiva è ora ben inoltrata e ci si chiede se non possa ormai considerarsi aperta la via ad un'espansione alquanto generalizzata dell'attività economica, accompagnata da un miglioramento delle bilance dei pagamenti e dal protrarsi di un andamento moderato dei prezzi. La risposta a tale quesito dipende in gran parte dagli attuali indirizzi ed atteggiamenti di politica economica nei principali paesi industriali.

Ma non si tratta di una risposta facile. Mentre questi paesi tendono tutti ad ottenere livelli di occupazione soddisfacenti e — entro i limiti della loro capacità produttiva — una crescita economica sostenuta, perdurano tuttavia divergenze di fondo circa il *modo* migliore per realizzare questi obiettivi. Alcuni pongono l'enfasi sull'esigenza di ridurre a breve scadenza la disoccupazione, ricorrendo allo stimolo tradizionale della "gestione della domanda" per accelerare la crescita. Altri, per contro, sottolineando piuttosto l'esigenza di una lunga convalescenza dopo tanti anni di forte inflazione durante i quali si sono venute accumulando distorsioni strutturali, ritengono non esservi che un esiguo margine per interventi discrezionali di stimolo della domanda. Il diverso grado in cui le politiche nazionali sono state influenzate da queste opposte concezioni contribuisce a spiegare il perdurare di divergenze nei risultati conseguiti dai vari paesi, a livello sia interno sia internazionale.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, si è ritenuto necessario espandere notevolmente la domanda per ridurre la disoccupazione, aumentare la redditività ed incoraggiare una quota più elevata di investimenti fissi da parte delle imprese. In presenza di un vivace risveglio dell'attività economica nel settore privato e di un disavanzo complessivo del settore pubblico a livelli modesti rispetto ai parametri internazionali, le autorità hanno cercato di attuare un dosaggio di politiche tale da assicurare una crescita reale di circa il 4,5-5% nel 1978 e nel 1979. Nel gennaio 1978 è stato proposto un programma di sgravi fiscali che attribuisce particolare rilievo ad incentivi agli investimenti, nell'intento di neutralizzare gli effetti del drenaggio fiscale e di più elevati contributi previdenziali. In seguito è stato introdotto un programma volontario di politica dei redditi, imperniato su un limite del 5,5% agli aumenti delle retribuzioni dell'amministrazione federale ed una normativa per frenare gli aumenti nei prezzi e nei salari del settore privato. Tuttavia, in presenza di una recente accelerazione nell'aumento dei prezzi e delle retribuzioni rispetto a livelli già elevati, le autorità hanno cominciato a chiedersi se sgravi fiscali delle dimensioni proposte fossero compatibili con l'esigenza di riacquistare un migliore controllo sull'inflazione.

In Germania, durante la primavera e l'estate del 1977, le autorità hanno adottato vari provvedimenti per stimolare l'investimento pubblico e privato. A questi è seguito in settembre, in occasione della presentazione del bilancio 1978, un ampio pacchetto

di provvedimenti espansivi, comportanti un sensibile aumento del disavanzo finanziario del settore pubblico per il 1978. Il disavanzo previsto, seppure sensibilmente più ampio - in relazione al prodotto nazionale lordo - di quello degli Stati Uniti, va valutato alla luce degli elevati livelli del risparmio privato; tuttavia esso ha fortemente inibito ulteriori interventi di politica economica. Inoltre, dato che l'obiettivo principale rimane quello di ridurre - e persino di eliminare - l'inflazione, le autorità hanno adottato un atteggiamento di attesa, fintantoché non siano stati appurati gli effetti delle recenti misure. Le politiche seguite sono fondate sul presupposto che una gestione della domanda orientata sul livello dei prezzi contribuirà sia a ridurre l'inflazione sia a modificare il rapporto tra costi e prezzi in modo da incoraggiare gli investimenti. Sebbene la seconda aspettativa possa apparire ottimistica dato che il rapporto tra costi e prezzi a volte presenta un andamento a sé stante, le autorità ritengono che essa sia pur sempre più fondata che non il cercare di accrescere gli investimenti mediante uno stimolo ancora maggiore dal lato della domanda.

In Giappone si è avvertito sempre più come il passaggio tardivo e brusco da un tasso di crescita molto elevato ad uno più moderato, per quanto forse giustificabile come obiettivo di lungo periodo, abbia complicato gravemente i problemi di natura congiunturale ed esterna del paese. Negli ultimi anni, di fronte ad una crescita della domanda interna ben lontana dai livelli di un tempo, le imprese hanno presentato una scarsa propensione all'investimento, resa tanto minore dall'onere, in termini di costi, della loro forte dipendenza da mezzi di finanziamento esterni e dalla pratica dell' "impiego a vita". Ed anzi, la stessa debolezza della domanda d'investimento, data la facilità con la quale i beni strumentali prodotti possono essere dirottati dal mercato interno verso quello estero, ha accentuato la dipendenza dalle esportazioni. In tale situazione le autorità hanno incrementato gli sforzi per stimolare la domanda interna, soprattutto con aumenti della spesa pubblica e riduzioni dei tassi di interesse, continuando però ad astenersi dal concedere importanti sgravi fiscali.

Nel corso dell'esercizio finanziario 1978-79 il Giappone si propone di realizzare una crescita del prodotto nazionale in termini reali del 7%, mentre la Germania ha previsto che verso la fine del 1978 tale aggregato crescerà ad un tasso annuo di circa il 4,5%. L'apprezzamento del tasso di cambio avutosi in entrambi i paesi mette seriamente in forse queste prospettive.

Per i paesi partecipanti (o ancorati) al meccanismo del "serpente", una più rapida crescita dell'economia tedesca allenterebbe, senza peraltro eliminarli, i vincoli che limitano l'ulteriore azione di politica economica. In Austria, Danimarca e Norvegia i disavanzi delle partite correnti sono stati insolitamente ampi e continua pertanto ad essere opportuna una politica restrittiva. D'altra parte, il Belgio e i Paesi Bassi hanno registrato buoni successi nel ridurre i tassi d'inflazione e l'autunno scorso i Paesi Bassi hanno annunciato per il 1978 un bilancio moderatamente espansivo. Entrambi i paesi avvertono tuttavia l'ostacolo di difficoltà strutturali. I Paesi Bassi, la cui posizione verso l'estero ha beneficiato per alcuni anni delle esportazioni di gas naturale, risentono di una perdita di competitività nelle esportazioni tradizionali. Un problema strettamente connesso è il processo di redistribuzione, da tempo in atto, in favore dei redditi da lavoro e a detrimento dei profitti, processo accentuato dalle reazioni dei lavoratori all'elevata tassazione sul loro reddito necessaria per finanziare un pesante onere di trasferimenti dello Stato. In Belgio i problemi strutturali riguardano soprattutto il riassetto di industrie in declino, come quella siderurgica e quella tessile.

La Svizzera non ha adottato provvedimenti reflazionistici, a parte quello di perseguire obiettivi monetari che consentissero un certo rilancio della produzione reale, e in effetti sembra che una moderata ripresa congiunturale si sia avviata lo scorso anno. Tuttavia, con la prospettiva di un più lento tasso di crescita, in parte dovuto ad una precedente forte riduzione nella capacità dell'industria edilizia e all'esodo dei lavoratori stranieri, le autorità tendono a considerare in gran parte di natura strutturale l'ingente avanzo delle partite correnti.

Passando ad esaminare i paesi per così dire "convalescenti", l'inversione di tendenza più vistosa è forse quella del Regno Unito; ciò deriva soprattutto dalle misure di stabilizzazione introdotte oltre un anno fa, ma in parte anche dalla tenacia con la quale il governo ha perseguito per il terzo anno consecutivo una politica di contenimento dei prezzi e delle retribuzioni. Nell'autunno del 1977, poiché l'inflazione rappresentava ancora il problema principale, le autorità hanno deciso di lasciare apprezzare la sterlina piuttosto che rischiare di venir meno agli obiettivi monetari fissati. Più di recente, la rafforzata posizione sull'estero e la persistenza di un elevato livello di disoccupazione hanno spinto il governo ad attuare una politica fiscale espansiva, pur temperata dalle sopravvenute preoccupazioni circa l'accelerarsi dell'espansione della massa monetaria e le prospettive della bilancia dei pagamenti. Si è posto l'accento quasi esclusivamente su sgravi fiscali tendenti ad accrescere gli incentivi al lavoro e a rafforzare i presupposti per una continuazione della politica di contenimento delle retribuzioni.

In tre altri paesi - Francia, Italia e Spagna - le politiche di stabilizzazione hanno condotto ad un significativo miglioramento dei conti con l'estero, al punto che dovrebbe ora essere possibile alle autorità allentare in certa qual misura le loro politiche qualora la domanda esterna migliorasse. Contemporaneamente, il tasso d'inflazione rimane alquanto elevato, soprattutto in Italia e in Spagna, cosicché un'azione di stimolo incontrerebbe ancora delle limitazioni di carattere interno. Tutti questi paesi prevedono che la loro crescita rimanga al di sotto della capacità potenziale. In Italia gli sfavorevoli andamenti in termini di un crescente impegno di spesa pubblica, di una quota sempre maggiore di redditi da lavoro e di una severa flessione della redditività delle imprese, sono tutti sintomi di un più vasto problema strutturale. Per di più, nel caso dell'Italia, della Spagna e di altri paesi dell'Europa meridionale il problema della disoccupazione è stato aggravato dal ritorno di lavoratori da altre nazioni europee, le cui economie presentano ora un ritmo di crescita più lento.

Una valutazione degli strumenti e delle scelte di politica economica.

Negli ultimi anni sono emerse molte controversie e notevoli dubbi sull'efficacia degli strumenti convenzionali di intervento, soprattutto per quanto riguarda l'uso estemporaneo della politica monetaria e fiscale. Un presunto difetto consisterebbe nel fatto che gli interventi di stimolo a breve termine pendono a favore della produzione, dell'occupazione e della redistribuzione del reddito, a spese della stabilità dei prezzi e della redditività delle imprese; un altro, nel fatto che troppo spesso le autorità intervengono nel momento sbagliato, con il risultato che le loro politiche finiscono con l'agire in senso pro-ciclico; un altro ancora, nella crescente sensibilità con la quale quanti operano sui mercati finanziari, dei beni e del lavoro avvertono le implicazioni di mutamenti di politica economica; di conseguenza le loro reazioni alle variazioni - effettive o attese - delle condizioni di mercato tendono ad agire

sui prezzi, sulle retribuzioni e sui tassi di interesse piuttosto che sulla produzione reale e sull'occupazione. Innegabilmente queste critiche sono in gran parte fondate, soprattutto ove si consideri l'elevato grado di organizzazione raggiunto oggi dai mercati. Non stupisce quindi che le autorità nazionali abbiano sperimentato nuove tecniche per rendere più efficaci i loro sforzi.

Obiettivi monetari, tassi di interesse e tassi di cambio. Un aspetto significativo degli ultimi anni è stato il diffondersi del ricorso ad obiettivi monetari annunciati ufficialmente. Per quanto questa prassi derivi in parte dalla crescente attenzione attribuita agli aggregati monetari durante gli anni Sessanta, la sua adozione è stata infine dettata soprattutto dalle impennate inflazionistiche congiunte a crescenti livelli di disoccupazione degli anni Settanta. Le autorità monetarie hanno visto negli obiettivi un mezzo per assicurare il contesto necessario, in termini di aspettative, a ricondurre progressivamente le loro economie verso tassi d'inflazione meno elevati, riducendo nel contempo la disoccupazione. Sotto questo profilo, il ricorso ad obiettivi monetari ben si adattava ad una strategia di "gradualismo" intesa a ridurre le aspettative inflazionistiche ed anche a risolvere poco a poco i problemi connessi alle distorsioni strutturali. Oltre ad essere facilmente comprensibili al pubblico, che può così rendersi conto del nesso intercorrente fra un'eccessiva creazione di moneta e l'inflazione, gli obiettivi monetari possono anche agire come un fattore di autodisciplina per la banca centrale e le autorità finanziarie. Fra i paesi che per primi hanno adottato obiettivi per gli aggregati monetari figurano gli Stati Uniti, la Germania, la Svizzera, l'Italia, la Spagna e il Canada. In un secondo tempo anche la Francia e il Regno Unito vi hanno fatto ricorso, inizialmente nel contesto di più ampi programmi di stabilizzazione.

Per quanto riguarda i loro effetti sulle aspettative, gli obiettivi hanno avuto, tra le finalità principali, quella di contribuire ad indirizzare il corso delle retribuzioni, dei prezzi e della produzione. Difatti, impegnandosi preventivamente a rispettare un determinato obiettivo di crescita della moneta, le autorità praticamente hanno fissato il limite entro il quale i prezzi e le retribuzioni potrebbero crescere senza interferire con la realizzazione delle aspettative circa gli incrementi reali del prodotto nazionale. In pratica, gli obiettivi sono stati di solito fissati consentendo un certo perdurare dell'inflazione, sebbene a tassi decrescenti, nonché variazioni nella produttività, nell'utilizzazione della capacità produttiva ed anche, forse, nella velocità di circolazione della moneta. Pertanto essi hanno agito in certa misura come una specie di politica dei redditi o come un rinforzo di tale politica, in quanto hanno addossato ai lavoratori e alle imprese la responsabilità di eventuali comportamenti incompatibili con gli obiettivi, causa di più bassi livelli di produzione reale e di occupazione.

Poiché gli obiettivi ufficiali rappresentano un impegno a termine, una crescita dell'offerta di moneta che si discosti dalla traiettoria di obiettivo tende a destabilizzare i mercati, con conseguenze negative in termini di inflazione e di tassi di cambio. D'altra parte la stretta aderenza alla traiettoria medesima è più facilmente giustificabile se la velocità di circolazione della moneta, o la domanda di moneta, è relativamente stabile. Questa stabilità, come si dirà più avanti, è oggetto di notevoli controversie. Può così accadere che le autorità si trovino di fronte al dilemma di conseguire una espansione più stabile dell'offerta di moneta, in linea con gli obiettivi, oppure di scostarsi da questi nel breve periodo, a causa di presunti spostamenti nella domanda di moneta o per dare, ad esempio, maggior peso ai tassi di interesse o a quelli di cambio.

Alcuni paesi cercano di garantirsi una maggiore libertà d'azione fissando degli intervalli di crescita piuttosto che precisi obiettivi all'espansione monetaria (è il caso, ad esempio, degli Stati Uniti, del Canada e del Regno Unito); ma ciò è equivalso a un compromesso in termini di certezza del mercato circa l'evoluzione monetaria.

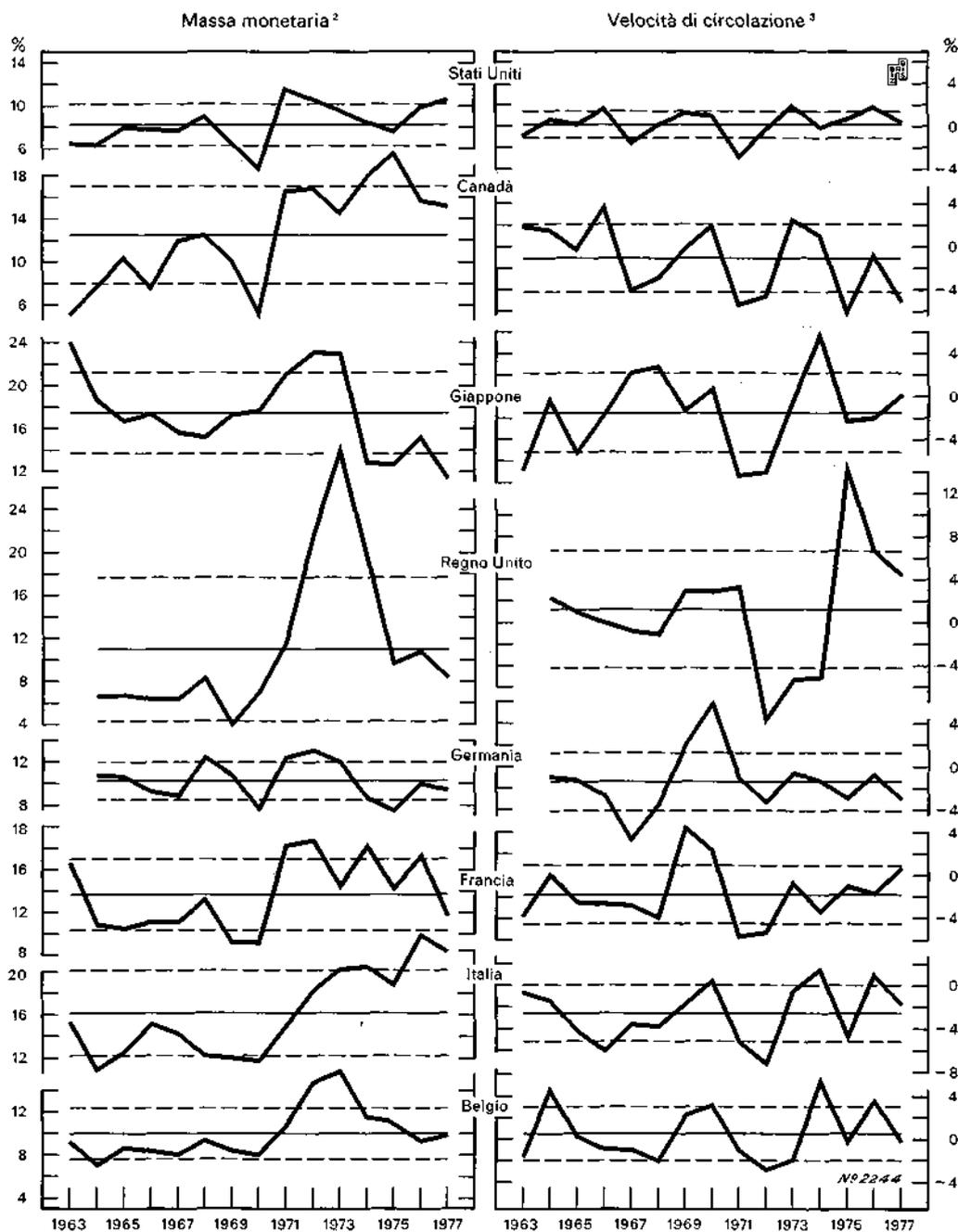
Inoltre lo scorso anno le autorità monetarie di vari paesi hanno ritenuto opportuno scostarsi dagli obiettivi annunciati. Negli Stati Uniti per gran parte del 1977 la crescita di M_1 ha oltrepassato il limite superiore dell'intervallo fissato come obiettivo, in quanto le autorità hanno in parte soddisfatto un evidente aumento nella domanda di moneta, che è stato interpretato come un ritorno alla normalità dopo una imprevista flessione registrata in precedenza. Che questo superamento dell'obiettivo abbia contribuito in modo significativo al concomitante deprezzamento del dollaro è opinabile. In ogni modo, le autorità tedesche e svizzere hanno ritenuto di non poter fare a meno d'intervenire pesantemente per rallentare l'apprezzamento delle loro monete. Di conseguenza in Germania l'espansione della moneta della banca centrale è avvenuta ben al disopra della traiettoria di crescita implicita nell'obiettivo e in Svizzera si è avuta una forte crescita della massa monetaria all'inizio del 1978. Al fine di rispettare gli intervalli fissati all'espansione monetaria, le autorità britanniche hanno invece deciso, nell'ottobre del 1977, di rinunciare all'obiettivo previsto per il tasso di cambio, che era stato fissato con riguardo alla competitività della produzione industriale non petrolifera.

Si può concludere che le autorità stanno procedendo - o dovrebbero procedere - verso una maggiore flessibilità nell'attuazione dei loro obiettivi monetari? In certi casi, la risposta è affermativa. Si può ricordare che alcuni paesi - soprattutto i più piccoli - hanno rifiutato esplicitamente l'approccio degli obiettivi monetari, sia perché ritengono la domanda di moneta intrinsecamente instabile, sia perché considerano che la stabilità dei tassi di cambio rappresenti uno strumento più valido per raggiungere la stabilità dei prezzi, o per entrambe le ragioni. Ad esempio, fra i paesi collegati al marco tedesco attraverso il "serpente", solo uno - i Paesi Bassi - ha fissato una norma monetaria, e nella forma non di un obiettivo monetario come tale, ma di un quoziente nazionale di liquidità. In Giappone evidentemente le autorità non ritengono che la domanda di moneta sia prevedibile al punto da permettere la pubblicazione di obiettivi di crescita monetaria.

D'altra parte, i paesi che si valgono degli obiettivi monetari hanno constatato la loro utilità nel ridurre e controllare l'inflazione e con tutta probabilità continueranno ad usarli. Sorge però la questione, ora che i tassi d'inflazione si sono fortemente ridotti, se non siano divenute meno valide le argomentazioni in favore di una rigida aderenza agli obiettivi. In altre parole, in condizioni più normali potrà essere necessaria una maggiore flessibilità operativa, per tener conto di impreviste variazioni della velocità di circolazione della moneta e del desiderio di conseguire una maggiore stabilità del cambio.

Quanto alla stabilità della domanda di moneta, occorre fare una precisazione. Nel grafico che segue la parte sinistra mostra le variazioni annue percentuali dell'offerta di moneta in senso lato, e quella di destra riporta le corrispondenti variazioni nella velocità di circolazione della moneta rispetto al reddito, ossia nel rapporto fra il prodotto nazionale lordo e la quantità di moneta. La velocità rispetto al reddito, che rappresenta il movimento medio della moneta rispetto al prodotto finale, è strettamente collegata alla domanda di moneta, anche se non tiene conto dell'influenza

Variabilità dell'offerta di moneta e velocità di circolazione rispetto al reddito.
Variazioni percentuali annue.



¹ La linea orizzontale continua indica la variazione percentuale media annua per l'intero periodo, rispettivamente nell'offerta di moneta e nella velocità di circolazione; le linee tratteggiate delimitano i rispettivi campi di variazione corrispondenti agli scarti quadratici medi delle suddette variazioni. ² Per Germania e Regno Unito, M₂; per tutti gli altri paesi, M₁. Sulla base dei dati annui medi desunti da fonti nazionali. ³ Rapporto fra il prodotto nazionale lordo e la quantità media di moneta.

sistematica dei tassi di interesse e di alcuni altri fattori. Tuttavia, se si accetta come indicatore di massima la velocità rispetto al reddito, tralasciando i problemi concernenti il suo andamento di fondo, sembra evidente che la domanda di moneta varia notevolmente nel tempo e diversamente da paese a paese. E persino negli Stati Uniti — dove la velocità rispetto al reddito sembra tuttavia decisamente più stabile che in altri paesi — la sua relativa instabilità ha reso problematica la fissazione di obiettivi monetari. Pertanto la rigida osservanza di tali obiettivi può a volte costituire un fattore destabilizzante in un contesto di breve periodo.

Variazioni dell'offerta di moneta e della velocità di circolazione rispetto al reddito, 1963-77.

Paesi	Tasso medio di crescita M_2^1	velocità ²	Scarto quadratico medio M_2	velocità
	in percentuale			
Stati Uniti	9,3	0,14	1,91	1,26
Belgio	10,0	0,48	2,37	2,50
Italia	16,3	- 2,64	4,20	2,64
Francia	13,7	- 1,79	3,28	2,64
Germania	10,3	- 1,51	1,72	2,73
Canada	12,5	- 1,10	4,55	3,19
Giappone	17,5	- 1,60	3,78	3,67
Regno Unito	11,0	1,18	6,62	5,48

¹ Per la Germania e per il Regno Unito, M_2 . ² Rapporto fra il prodotto nazionale lordo e il valore medio annuo della quantità di moneta.

Anche le turbolenze esterne agenti sui tassi di cambio possono influenzare nel breve periodo l'atteggiamento delle autorità verso gli obiettivi monetari. In Svizzera le autorità hanno sempre ammesso esplicitamente che di tanto in tanto si potrà dare priorità all'esigenza di moderare i movimenti dei tassi di cambio rispetto al controllo della quantità di moneta. Tale considerazione sembra aver prevalso sia in Svizzera sia in Germania per gran parte del periodo successivo allo scorso autunno. Invece, nel Regno Unito, dove il controllo dell'inflazione rappresenta ancora il problema economico centrale, l'autunno scorso le autorità hanno scelto di anteporre gli obiettivi monetari alle considerazioni relative all'andamento del cambio, mentre per gli Stati Uniti, l'anno scorso, una più stretta osservanza degli obiettivi monetari non avrebbe comportato alcun conflitto con l'esigenza di una maggiore stabilità del tasso di cambio.

Politica fiscale. In seguito al rallentamento dell'attività economica registrato durante lo scorso anno, numerosi paesi, non ultimi il Giappone e la Germania, hanno adottato nuove misure di rilancio. Ma l'intensità dello stimolo impresso riflette ancora una volta le differenze fondamentali esistenti negli indirizzi e nelle priorità che i vari paesi si prefiggono.

Per scelta consapevole o a causa di eventi impreveduti, verso la fine del 1976 e per gran parte del 1977 la politica fiscale era divenuta più restrittiva in molti paesi. Ciò risulta chiaramente dalla tabella seguente, che mostra un forte rallentamento nella crescita reale della spesa pubblica e nell'ampiezza del disavanzo finanziario netto dello Stato per la maggior parte dei paesi. Per motivi già accennati, soprattutto

relativi all'inflazione e all'aggiustamento esterno, è difficile generalizzare sul significato di questa tendenza. Ad un'analisi più approfondita vi si può tuttavia scorgere il diffondersi di un atteggiamento più cauto nell'impiego estemporaneo della politica fiscale per la gestione dell'economia. Nella misura in cui non è altro che il riflesso di una crescente disillusione circa la validità della politica di *fine-tuning*, questa reazione può considerarsi salutare. Inoltre, alcuni paesi hanno cercato, spesso nel contesto di una politica di stabilizzazione, di temperare alcuni eccessi di spesa del passato. Ciò premesso, i provvedimenti di politica tributaria e di bilancio, applicati avendo debitamente di mira gli incentivi da impartire al mercato, costituiscono strumenti potenzialmente molto versatili ed efficaci.

**Pubblica amministrazione: aumento nella spesa totale
in termini reali e disavanzo finanziario netto.**

Paesi	Aumento nella spesa totale in termini reali ¹					Disavanzo finanziario netto (→)				
	1973	1974	1975	1976	1977	1973	1974	1975	1976	1977
	in percentuale					in percentuale del PNL				
Stati Uniti	3,2	3,2	6,0	2,0	3,0	0,5	-0,2	-4,2	-2,1	-1,1
Germania	7,3	7,7	6,2	3,6	3,4	1,2	-1,4	-5,9	-3,6	-2,7
Francia	5,5	6,0	9,9	4,7	5,0	0,9	0,6	-2,2	-0,8	-1,2
Regno Unito	7,2	10,2	2,3	-0,4	-4,8	-2,5	-4,0	-4,8	-4,9	-3,3
Italia	3,7	4,2	18,9	0,1	4,8	-6,3	-5,9	-14,5	-9,8	-9,9
Giappone	6,4	4,3	11,1	1,7	7,1	-2,8 ²	-3,8 ²	-7,4 ²	-7,6 ²	-7,4 ²
Canada	2,8	8,0	10,3	2,4	5,1	1,0	1,8	-2,3	-1,8	-2,7

¹ Spesa di parte corrente e in conto capitale più i trasferimenti; per il Giappone solo consumi e investimenti pubblici. Aumento in termini nominali diviso per il deflatore del PNL. ² Inclusive le imprese pubbliche.

Un uso più flessibile della politica fiscale è stato impedito dalle stesse dimensioni assunte dai disavanzi del settore pubblico in seguito al rincaro del petrolio, all'inflazione e alla grave recessione. Per quanto sia stato difficile alle autorità - ed ancor più al pubblico - rendersi conto della necessità di disavanzi così ampi, questi hanno in massima parte costituito la necessaria compensazione alla propensione al risparmio eccezionalmente elevata del settore privato e, in molti casi, ai disavanzi esterni connessi al rincaro del petrolio. In altre parole, non è stato più possibile applicare le classiche regole empiriche circa la misura accettabile del disavanzo. E' ad esempio da considerare incoraggiante il fatto che lo scorso anno il Giappone abbia deciso di abbandonare un limite istituzionale applicato per molti decenni sul ricorso alle emissioni obbligazionarie per finanziare il disavanzo pubblico.

E' d'altra parte perfettamente ragionevole, e persino auspicabile, che i governi fissino norme per quanto riguarda l'espansione desiderata della spesa pubblica. Sono pochi i paesi in cui non si siano lamentati l'eccessiva crescita del settore pubblico, una compressione del settore privato, l'eccessivo onere dei trasferimenti correnti e così via. Molti paesi hanno cominciato ad occuparsi di questo problema fissando obiettivi a medio termine all'andamento della spesa. Ad esempio in Germania vari provvedimenti di bilancio hanno avuto un orientamento a medio termine, non ultimo il programma governativo quadriennale per le infrastrutture. Nei Paesi Bassi le autorità hanno formulato obiettivi di medio periodo tendenti a ridurre le dimensioni del

settore pubblico. Anche negli Stati Uniti le autorità mirano a ridurre la quota della spesa pubblica in rapporto al prodotto nazionale lordo in modo da lasciare più spazio agli investimenti privati.

Naturalmente, la lenta crescita dell'economia e l'aggravarsi della disoccupazione hanno spinto la maggior parte dei paesi ad intraprendere programmi di investimenti e altri lavori pubblici, o ad accelerare quelli in corso. Un certo numero di essi, fra cui spicca la Germania, ha visto in questi progetti l'occasione per spese aggiuntive tali da integrare e stimolare gli investimenti privati. D'altra parte i trasferimenti correnti, già in forte aumento nella maggior parte dei paesi da molti anni, sono cresciuti ancora per alleviare gli effetti della disoccupazione e di altre condizioni disagiate. Contemporaneamente molti paesi hanno riscontrato che i loro sistemi di provvidenze sociali hanno agito nel senso di rendere incerta la demarcazione fra disoccupazione volontaria e involontaria, scoraggiando così un'attiva ricerca di posti di lavoro. Un altro aspetto del controllo della spesa pubblica riguarda l'evoluzione delle retribuzioni del settore pubblico. Vari paesi — fra cui Francia, Regno Unito e Stati Uniti — hanno cercato di esercitare una certa influenza indiretta sull'andamento delle retribuzioni nel settore privato, mediante un più stretto controllo degli accordi salariali nel settore pubblico.

Dato che le dimensioni stesse del settore pubblico tendevano a limitare il margine per nuovi programmi di spesa, molti paesi hanno introdotto o stanno predisponendo sgravi fiscali di vario tipo. In alcuni casi questi rispecchiano uno sforzo deliberato di controbilanciare il drenaggio fiscale. Negli Stati Uniti le proposte del gennaio 1978, se attuate, comporterebbero non solo sgravi sulle imposte personali ma anche una riduzione permanente delle imposte sui redditi societari e un aumento del credito d'imposta sugli investimenti che verrebbe esteso alle nuove costruzioni. In Germania e in Giappone sono stati predisposti gli strumenti, in parte nella forma di maggiori fondi mutuabili, per incoraggiare l'investimento privato e l'edilizia residenziale. In Germania è stata anche ridotta l'imposta personale. In Giappone sono state leggermente diminuite negli ultimi due anni le aliquote dell'imposta personale sui redditi, ma in una misura non sufficiente a compensare il drenaggio fiscale, e comunque molto inferiore ad analoghe esperienze di questo dopoguerra.

In molti paesi gli effetti di stimolo sull'economia dei provvedimenti fiscali e di bilancio adottati dallo scorso autunno non si sono ancora fatti sentire appieno; inoltre alcuni di essi hanno preso nuovi provvedimenti solo di recente, mentre in altri, come gli Stati Uniti, vi è uno sfasamento di lunga e incerta durata fra la formulazione e l'esecuzione di una determinata politica. Ad ogni modo, poiché sembra che la ripresa continuerà ad essere lenta e data l'esigenza che un maggior numero di paesi sostenga una ripresa generalizzata, in alcuni casi sarà opportuno un ulteriore stimolo fiscale. Potrà inoltre esser necessario che esso sia di ampia portata e comporti sia riduzioni nella tassazione personale sia concessioni in favore degli investimenti delle imprese.

Nelle attuali circostanze, il compito di individuare e mantenere la giusta dose di stimolo fiscale è assai impegnativo. Spesso i responsabili della politica fiscale temono che ulteriori stimoli possano provocare reazioni di mercato tali da far aumentare rapidamente i tassi di interesse e comprimere la spesa privata. Tuttavia — dato che lo sviluppo nella maggior parte dei paesi è caduto al disotto anche delle aspettative più modeste e che, perfino nel caso di un certo ricorso al finanziamento

con mezzi monetari, è probabile che i tassi di interesse aumentino solo dopo un certo tempo — sembra che i rischi siano limitati e valga la pena di affrontarli. Da parte di vari paesi si è inoltre cercato di ridurre ancor più tali rischi, mediante il contenimento dei redditi, spesso in contropartita di sgravi fiscali.

Politica dei redditi. Negli anni scorsi era opinione comunemente accettata che la politica dei redditi potesse utilmente integrare, ma non sostituire i tradizionali provvedimenti di regolazione della domanda aggregata. Questa affermazione è valida soprattutto se il problema di fondo consiste in un eccesso di domanda e in un'elevata utilizzazione della capacità produttiva. Differente è il caso in cui le autorità nazionali, di fronte ad una capacità produttiva in eccesso e ad una forte disoccupazione, esitano ad applicare una politica di stimolo nel timore di avviare o esacerbare una spirale retribuzioni-prezzi. Se ciò accade, come sembra sia ora il caso in molti paesi, il contenimento dei redditi diviene condizione preliminare per qualsiasi ulteriore azione di stimolo della domanda. Il potere contrattuale di gruppi organizzati, insieme all'elevato grado — ufficiale o di fatto — di indicizzazione, ha reso l'andamento dei prezzi e delle retribuzioni molto più sensibile, anche in presenza di ampi margini di gioco, alle variazioni — effettive o attese — delle condizioni di mercato. In tali circostanze lo stimolo monetario e fiscale, invece di spingere la produzione e l'occupazione verso livelli più elevati, non fa altro che accelerare la spirale ascendente delle retribuzioni e dei prezzi.

L'attrattiva in sede teorica di una politica dei redditi sta nel fatto che offre una via d'uscita da questo dilemma. Nella misura in cui può assicurare un certo contenimento dei redditi, essa rende più ampio il margine per un più efficace uso delle misure di rilancio convenzionali. Ove si consideri ciò, pochi negherebbero l'auspicabilità di tale politica, sempre che essa sia politicamente attuabile e amministrativamente semplice e flessibile. Per i sindacati ciò significherebbe tutelare gli interessi di tutte le forze di lavoro anziché quelli dei soli lavoratori occupati. Per l'industria comporterebbe vantaggi economici in termini di quantità prodotte superiori a quelli derivanti da aumenti dei prezzi. Ma quanto sembra ovvio in teoria può essere difficile o impossibile a conseguirsi in pratica.

Quindi, anche se non si può dire che le politiche dei redditi abbiano avuto una storia brillante, i tentativi di trovare nuove formule sono necessariamente continuati. Altrimenti alcuni paesi si troverebbero necessariamente esposti ad una contesa senza vincitori né vinti fra un'autonoma inflazione salari-prezzi e politiche ufficiali di contenimento della domanda, una ricetta sicura per cadere in una "stagflazione" cronica. D'altra parte, di solito quei tentativi non giungono fino al punto di sostenere controlli diretti sui prezzi e sulle retribuzioni, ai quali le autorità pervengono solo in circostanze estreme. Come mostra l'esperienza recente, i paesi hanno cercato di affrontare l'inflazione retribuzioni-prezzi in molti modi differenti.

La Germania e il Giappone — è interessante rilevarlo — si sono deliberatamente astenuti dal tentativo di formulare un'esplicita politica dei redditi. In Germania gli obiettivi all'espansione monetaria vengono considerati un utile quadro di riferimento per le negoziazioni salariali fra lavoratori e datori di lavoro e per la fissazione dei prezzi, ed hanno contribuito ad evitare equivoci o false aspettative sul corso della politica monetaria. In Giappone gli accordi istituzionali che riguardano il pagamento di gratifiche, l'"impiego a vita" e le organizzazioni dei lavoratori a livello aziendale,

hanno fornito una valida alternativa alla politica dei redditi, rendendo i dipendenti di aziende in difficoltà più disposti ad accettare riduzioni reali delle retribuzioni e delle gratifiche. In Svizzera si sono ottenuti risultati analoghi semplicemente mediante la manovra flessibile, verso il basso così come verso l'alto, delle gratifiche straordinarie, delle mensilità aggiuntive e di altre indennità.

Da parecchi anni ormai il Regno Unito e il Canada stanno applicando misure di politica dei redditi decisamente rigorose. Nel programma antinflazionistico dell'ottobre del 1975 il Canada ha introdotto una vasta serie di controlli sulle retribuzioni e sui margini di profitto, integrati da provvedimenti fiscali e monetari, fra i quali anche l'adozione di un obiettivo monetario. In generale, sembra che il programma di controlli diretti abbia operato in modo soddisfacente ed il governo ha ritenuto opportuno mettervi fine nella primavera del 1978. Nel Regno Unito lo scorso agosto la politica di contenimento salariale è entrata in una terza fase: per questo periodo è previsto un limite del 10% ai miglioramenti salariali, mentre contemporaneamente i sindacati si asterranno dal richiedere la rinegoziazione di accordi prima che siano decorsi dodici mesi.

Vari altri paesi hanno adottato importanti provvedimenti di politica dei redditi durante gli ultimi due anni. In Francia un punto del "piano Barre", e precisamente il limite all'aumento delle retribuzioni nel settore pubblico, era inteso anche come direttiva per il settore privato. In Italia è stata introdotta una forma di risparmio forzato sugli aumenti delle retribuzioni al disopra di un certo livello non elevato e sono stati apportati lievi ritocchi al sistema generalizzato di indicizzazione vigente nel paese. In Spagna l'ottobre scorso il governo ha deciso di limitare al 20% l'aumento del totale dei salari corrisposti da ciascuna impresa durante il 1978, percentuale che corrisponde - dato il forte tasso d'inflazione - ad una parziale sospensione degli accordi di indicizzazione esistenti. Praticamente lo stesso è avvenuto nei Paesi Bassi durante il 1976, allorché si stabilì che gli aumenti delle retribuzioni e dei salari non potessero superare i livelli fissati dal governo. In Belgio il problema è stato affrontato sospendendo l'applicazione di accordi di indicizzazione per i redditi superiori a determinati livelli.

Negli Stati Uniti le autorità hanno cercato di ottenere un contenimento dei redditi su base volontaria. L'obiettivo sarebbe che gli aumenti delle retribuzioni e dei prezzi nel settore privato siano mantenuti al disotto dei valori medi dei due anni precedenti, creando così il presupposto per una costante decelerazione dell'inflazione.

Un altro sistema - che viene sperimentato nei paesi dell'Europa settentrionale e nel Regno Unito - consiste nel cercare di stabilire un legame fra sgravi fiscali e contenimento delle retribuzioni. Nel Regno Unito, ad esempio, le proposte contenute nel bilancio del marzo 1977 condizionavano esplicitamente alcuni sgravi fiscali al futuro andamento delle retribuzioni, e le concessioni contenute nel recente bilancio erano accompagnate da un appello a proseguire il contenimento dei redditi. Versioni più sistematiche di questa formula sono di recente divenute oggetto di esame negli Stati Uniti. Una di queste prevede penalizzazioni fiscali per le imprese che concedano aumenti delle retribuzioni superiori ad un determinato tasso, mentre un'altra concederebbe sgravi fiscali alle imprese i cui aumenti delle retribuzioni fossero inferiori a un dato livello. Anche se molte sono le difficoltà tecniche inerenti a schemi di tal genere, è bene che essi continuino a formare oggetto di studio, in quanto riguardano un problema cruciale della gestione economica.

Il ruolo del coordinamento internazionale delle politiche economiche.

Sotto il profilo dell'evoluzione delle politiche seguite, due caratteristiche particolari emergono dall'analisi precedente. Una è che i paesi hanno cercato di elaborare nuove strategie e nuove tecniche, intese a rendere più efficaci le proprie politiche. L'altra è che le divergenze nel comportamento dei singoli paesi sono state una grave fonte di squilibrio negli scambi commerciali e nei pagamenti internazionali. Stabilire come e in quale misura vi possa essere stata una interrelazione tra questi sviluppi costituisce un interrogativo interessante.

Per quanto riguarda l'efficacia delle politiche, molti paesi hanno trovato, negli obiettivi monetari, nella programmazione di bilancio a medio termine e nelle varie iniziative di politica dei redditi, degli strumenti utili a fornire un miglior contesto, in termini di aspettative, per l'andamento dell'economia, anche se alcuni paesi hanno continuato a valersi di politiche più convenzionali. In termini generali, queste tecniche più recenti si prestano particolarmente al perseguimento di obiettivi economici *interni*, forse anche alla contemporanea riduzione dell'inflazione e della disoccupazione. In tal senso, queste tecniche possono essere prese in considerazione sia dai paesi in disavanzo sia da quelli in avanzo, e quindi non è possibile a priori enunciare come agirà la loro applicazione sul problema dell'aggiustamento esterno.

In altri termini, una maggior efficacia delle politiche, siano esse basate su tecniche vecchie o nuove, lascia ancora aperta la questione del rilievo da dare ai rapporti economici con l'estero. Per di più, in regime di cambi fluttuanti i paesi a moneta forte sono riusciti a concentrare grandemente i loro sforzi sugli obiettivi interni. Pertanto, in presenza di cambi fluttuanti forse ancor più che con un sistema di cambi fissi, sono stati i paesi deficitari — ad eccezione del caso particolare degli Stati Uniti — a sostenere l'urto delle pressioni suscitate dai processi di aggiustamento. L'anno scorso, dato che le politiche restrittive di aggiustamento praticate in molti paesi deficitari sono state il fattore di maggiore influsso sul commercio mondiale, l'attività economica è rallentata pressoché in tutti i paesi, non ultimi proprio quelli in avanzo.

I paesi eccedentari continuano, comprensibilmente, a preoccuparsi di varie distorsioni strutturali e del problema di controllare l'inflazione. Al tempo stesso, l'esperienza dell'anno scorso ha reso palesi le costrizioni che le loro politiche impongono all'andamento dell'economia mondiale e che possono poi ritorcersi contro di loro. Naturalmente si deve anche riconoscere che le politiche di aggiustamento perseguite da molti paesi deficitari erano in genere necessarie per ragioni sia interne sia esterne. Di conseguenza, i presupposti per una ripresa più generalizzata sono ora divenuti più favorevoli, specialmente se i paesi eccedentari sono disposti ad assumere il ruolo che da loro ci si attende.

Alla luce degli sviluppi dell'ultimo decennio, non è infondato ritenere che i paesi industriali sono passati ad un più basso saggio tendenziale di sviluppo. Tuttavia, anche sulla base di aspettative più modeste, è difficile vedere come la crescita possa essere adeguatamente mantenuta senza uno sforzo consapevole e sostenuto dei paesi eccedentari per incrementare progressivamente la loro domanda di beni e di servizi.

IV. GLI SCAMBI ED I PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Gli andamenti assunti lo scorso anno dal commercio e dai pagamenti internazionali danno luogo ad un quadro contrastante. Dal lato degli eventi negativi, vi è stato un considerevole rallentamento nello sviluppo dell'interscambio mondiale, effetto dell'esitante crescita economica sia nei paesi industriali, sia in quelli in via di sviluppo, ma fonte a sua volta di influssi depressivi sulle singole economie; fra i paesi importatori di petrolio con persistenti eccedenze di parte corrente, il Giappone ha aumentato straordinariamente il proprio saldo attivo, mentre Germania e Svizzera si sono mantenute sui livelli precedenti; il disavanzo corrente degli Stati Uniti è stato il più alto finora registrato da questo paese; inoltre, in conseguenza di tale deficit, sono emerse forti perturbazioni sui mercati dei cambi e — per la prima volta dall'inizio degli anni Settanta — vi è stata una notevole accumulazione indesiderata di dollari da parte di alcune istituzioni monetarie ufficiali. Dal lato degli eventi positivi, sia l'eccedenza dei paesi esportatori di petrolio, sia il disavanzo dei paesi in via di sviluppo non petroliferi si sono ulteriormente contratti; tre importanti paesi industriali — Francia, Italia e Regno Unito — nonché diversi altri paesi, sia sviluppati sia in via di sviluppo, hanno proseguito o avviato politiche di stabilizzazione da cui sono derivati sensibili miglioramenti nei rispettivi conti con l'estero; ed infine, il finanziamento degli squilibri esterni pare essere stato, in genere, meno problematico che in qualsiasi altro periodo successivo al rincaro del petrolio del 1973.

Il commercio mondiale.

Nel 1977 il volume dell'interscambio mondiale si è dilatato solo del 4%, cioè di appena un terzo rispetto al tasso di espansione registrato nel 1976. La crescita del commercio mondiale aveva già iniziato a flettere nell'ultima parte del 1976; nel primo semestre del 1977 essa era scesa ad un tasso, in ragione annua, del 2%, per poi quasi arrestarsi nella seconda parte dell'anno. In presenza di sintomi di una cauta ripresa economica nei paesi industriali verso la fine dell'anno, di un'ulteriore espansione della domanda nei paesi esportatori di petrolio e di una migliore posizione finanziaria delle altre economie in via di sviluppo, ci si può ora attendere un certo rilancio nel commercio mondiale. Su base annua, tuttavia, è probabile che l'incremento del 1978 non sia superiore a quello dello scorso anno. Nel 1977, in contrasto con il rallentamento nella crescita reale del commercio e in parte rispecchiando la debolezza del dollaro, il tasso d'incremento dei prezzi internazionali espressi in dollari è balzato dall'1,5% del 1976 al 9%. Di conseguenza nel 1977 l'aumento in valore del commercio mondiale — equivalente, con \$130 miliardi, al 13% — si approssima a quello avutosi nell'anno precedente e porta il totale a \$1.140 miliardi.

La causa principale della lenta espansione del commercio mondiale nel 1977 è stata la debolezza della domanda interna nelle *aree sviluppate* del mondo. E ciò vale non solo per un apprezzabile numero di paesi sviluppati impediti ad espandere le proprie economie da considerazioni legate alla bilancia dei pagamenti, ma anche per alcuni paesi eccedentari, dove siffatti vincoli non erano presenti. Di conseguenza, la produzione industriale e le importazioni in volume dei paesi sviluppati, cresciute nel

Commercio mondiale.¹

Aree	Esportazioni (fob)				Importazioni (cif)			
	1976	1977		1976	1977		1976	1977
		Anno	1° semestre		2° semestre	Anno		
miliardi di dollari USA; indici di volume (1975 = 100)								
Paesi sviluppati								
Europa occidentale:								
CEE	324,8	375,7	183,5	192,2	341,4	382,0	192,1	189,9
Altri paesi	78,4	86,9	42,0	44,9	106,9	118,8	58,6	60,2
Totale	403,2	462,6	225,5	237,1	448,3	500,8	250,7	250,1
	(111,4)	(117,1)	(116,7)	(117,5)	(113,2)	(116,1)	(117,7)	(114,4)
Stati Uniti	115,0	120,2	61,1	59,1	129,6	156,7	77,8	78,9
Canada	40,3	43,2	21,8	21,4	40,3	42,0	21,8	20,2
Giappone	67,2	80,5	37,4	43,1	64,8	70,7	35,1	35,6
Altri paesi²	26,2	29,5	14,3	15,2	27,0	28,0	13,9	14,1
Totale paesi sviluppati	651,9	736,0	360,1	375,9	710,0	788,2	399,3	398,9
	(111,0)	(115,8)	(115,1)	(116,5)	(113,5)	(117,5)	(119,0)	(116,0)
Paesi in via di sviluppo								
Paesi petroliferi³	137	148	74	74	70	89	43	46
	(114,0)	(112,0)	.	.	(122,5)	(143,0)	.	.
Altri paesi	114	133	65	68	139	151	73	78
	(112,0)	(117,5)	.	.	(102,5)	(103,0)	.	.
Totale paesi in via di sviluppo	251	281	139	142	209	240	116	124
	(113,0)	(114,5)	(112,5)	(117,0)	(108,5)	(115,0)	(111,5)	(118,0)
Paesi ad economia pianificata⁴	92	107	50	57	102	114	58	56
Totale generale⁵	995	1.124	549	575	1.021	1.152	573	579
	(111,5)	(115,5)	(114,5)	(116,5)	(112,5)	(117,0)	(117,5)	(116,5)

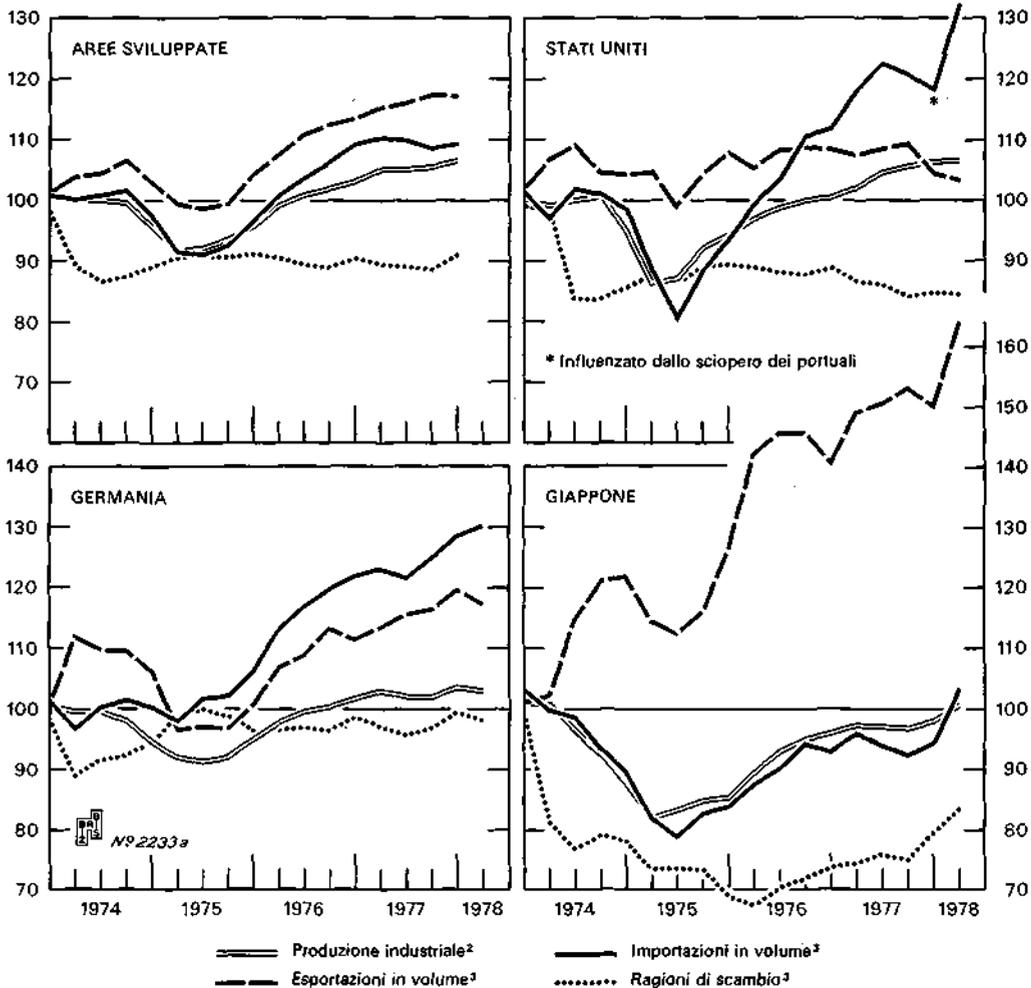
¹ Sulla base dei dati doganali. Non direttamente raffrontabile con i dati sul commercio riportati nella tabella di pagina 70. ² Australia, Israele, Nuova Zelanda e Sud Africa. ³ Paesi OPEC (Algeria, Arabia Saudita, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar e Venezuela) più Bahrain e Oman. ⁴ Bulgaria, Cecoslovacchia, Polonia, Repubblica democratica tedesca, Repubblica popolare cinese, Romania, Ungheria e URSS. ⁵ L'indice di volume esclude i paesi ad economia pianificata.

1976 rispettivamente del 9 e del 13,5 %, nel primo semestre del 1977 sono aumentate del 5 % circa in ragione annua; nella seconda parte dell'anno, l'espansione della produzione industriale è stata inferiore al 2 % ed è calato il volume delle importazioni. Per l'intero 1977, si stima che il volume degli acquisti all'estero dei paesi sviluppati sia aumentato del 3,5 %.

Nell'ambito dell'aumento complessivo delle importazioni del mondo industrializzato, nel 1977 gli andamenti relativi ai singoli paesi appaiono contrastanti, e questo anche nel caso delle tre maggiori economie considerate nel grafico seguente. Come nel 1976, sebbene in misura più ridotta, gli Stati Uniti hanno fornito un possente impulso al commercio internazionale, accrescendo le importazioni in volume del 13 %. Contrariamente al 1976, questo tasso di espansione ha però trovato riscontro solo in pochi altri paesi sviluppati; infatti, soltanto Austria, Irlanda, Portogallo, Svizzera e Jugoslavia sono stati in grado di realizzare tassi di aumento delle importazioni pari o superiori al 10 %. Negli altri paesi sviluppati le importazioni sono salite solo in misura modesta o sono addirittura calate. La Germania ha presentato un incremento di appena il 4,5 %, ossia leggermente inferiore a quello dell'Australia e della Norvegia. Le importazioni della terza maggiore economia, il Giappone, si sono accresciute di un modesto 3,5 %, tasso non molto superiore a quelli del Benelux, del Canada, nonché della Francia e del Regno Unito, paesi questi ultimi in cui la

domanda è stata deliberatamente frenata da programmi di stabilizzazione interna. Fra le economie sviluppate che nel 1977 hanno addirittura contratto le loro importazioni figurano paesi del Gruppo dei Dieci come l'Italia e la Svezia, con flessioni rispettive del 2 e del 5%, e altri paesi quali Danimarca, Finlandia, Grecia, Nuova Zelanda e Spagna, con cali fin dell'8%. La contrazione maggiore, di oltre il 20%, ha riguardato il Sud Africa.

Totale aree sviluppate, Stati Uniti, Germania e Giappone:
produzione industriale, volume del commercio con l'estero e ragioni di scambio, 1974-78
 Indici trimestrali: 2° semestre 1973 = 100'



¹ Indici destagionalizzati, eccetto le ragioni di scambio; i dati relativi al I trimestre 1978 sono provvisori. ² Escluse le costruzioni. ³ In base ai dati doganali.

A parziale compensazione dell'effetto depressivo esercitato dalle economie sviluppate, nel 1977 le importazioni dei paesi esportatori di petrolio sono aumentate del 17% in termini quantitativi; anche questa cifra è tuttavia inferiore a quella del 1976. I paesi petroliferi a bassa capacità d'importazione hanno presentato i tassi di crescita di gran lunga più elevati, ma l'effetto propulsivo generato dalla domanda di importazioni di tali paesi rimane relativamente modesto. In effetti, le importazioni complessive di tutti i paesi petroliferi, pur con un incremento medio annuo in volume del

30% nel periodo successivo al rincaro del petrolio, hanno contribuito nel 1977 con meno dell'8% al totale delle importazioni mondiali.

Circa i restanti paesi, l'attuazione di programmi di aggiustamento ha mantenuto l'espansione delle importazioni entro limiti modesti. I *paesi in via di sviluppo non petroliferi* hanno accresciuto le loro importazioni in volume di meno dell'1%, cioè ancor meno che nel 1976. Questa contenutissima espansione ha rispecchiato soprattutto i provvedimenti di restrizione della domanda applicati in molti paesi, ed ha rappresentato un importante fattore nel sostanziale miglioramento della posizione finanziaria complessivamente conseguito da questo gruppo di paesi nel corso degli ultimi due anni. A ciò si aggiunge il fatto che le importazioni dei *paesi ad economia pianificata* paiono aver segnato solo un modesto incremento in termini quantitativi, poiché l'ammontare di \$114 miliardi raggiunto quest'anno comporta un aumento in valore non superiore all'11%. L'incremento effettivo del gruppo in questione pare risultare da un'espansione anche maggiore dell'interscambio tra i paesi dell'Europa orientale. Per converso, le importazioni dei paesi dell'Est europeo dalle economie occidentali sviluppate, pari a \$29 miliardi, sono rimaste stazionarie in valore e sono notevolmente diminuite in volume, poiché essi hanno agito nel senso di ridurre ulteriormente i loro disavanzi commerciali verso i paesi con valute convertibili. Il valore delle importazioni della Cina dall'Occidente industrializzato, dopo un sensibile calo nel 1976, ha presentato lo scorso anno un recupero del 9%, raggiungendo un totale di \$4,5 miliardi; in questo caso è da ritenere che vi siano state modeste variazioni in termini quantitativi.

Nel 1977 tutti i principali gruppi di paesi hanno rallentato la crescita delle esportazioni per effetto della debolezza nell'attività economica mondiale. Ciò vale soprattutto per i paesi in via di sviluppo non petroliferi, il cui tasso di incremento delle esportazioni in volume è sceso dal 12 al 5%. Fatto ancora più ragguardevole, le esportazioni dei paesi produttori di petrolio, dopo l'espansione del 14% dello scorso anno, sono leggermente diminuite. Oltre che l'impatto della recessione, tale andamento ha rispecchiato l'esuberanza delle scorte di petrolio nei paesi importatori alla fine del 1976 e l'aumentata produzione di greggio all'esterno dell'area OPEC. Per quel che riguarda i paesi socialisti si stima che nel 1977 le loro esportazioni siano aumentate del 16% in valore, raggiungendo \$107 miliardi; le vendite ai paesi in via di sviluppo sono state abbondanti, mentre quelle ai paesi sviluppati ad economia di mercato paiono aver segnato scarse variazioni in termini di volume, considerato che le esportazioni in valore, pari a \$25 miliardi, sono cresciute del 10%.

Infine, le esportazioni dei paesi sviluppati si sono accresciute del 4,5%, ossia ad un ritmo leggermente superiore a quello delle importazioni. In generale i più elevati tassi d'incremento delle esportazioni riguardano quei paesi sviluppati che si sono sforzati di ridurre i propri disavanzi di parte corrente. Fra questi figurano il Sud Africa, con un incremento del 15% circa, e Canada, Finlandia, Irlanda, Spagna e Regno Unito, con aumenti compresi fra il 9 ed il 12,5%. L'unico paese eccedentario che abbia vantato una rapida progressione delle proprie esportazioni è stato la Svizzera, con un notevole 12%. All'estremità opposta della gamma dei paesi sviluppati, le esportazioni dell'Australia, della Svezia e degli Stati Uniti sono rimaste praticamente ai livelli del 1976, e quelle della Grecia, dei Paesi Bassi, della Norvegia e della Jugoslavia sono diminuite.

Se misurato nelle monete nazionali, l'aumento dei prezzi medi delle merci oggetto di scambio internazionale si è leggermente accelerato fra il 1976 ed il 1977; in

termini di dollari il contrasto fra i due anni è stato assai più netto, poiché il tasso di incremento dei prezzi è balzato dall'1,5 al 9%. La differenza fra il 1976 ed il 1977 nel comportamento dei prezzi in dollari rispecchia in gran parte le alterne vicende di tale moneta sui mercati dei cambi nei due anni. Come nel 1976, i prezzi delle materie prime hanno presentato lo scorso anno l'aumento maggiore, sebbene il movimento ascendente abbia subito un improvviso arresto nel secondo trimestre; anno su anno l'indice "Economist" in dollari è salito del 23%. Questa cifra è distorta dall'impatto di circostanze eccezionali come quella riguardante il caffè, onde si stima che i prezzi all'esportazione dei paesi in via di sviluppo non petroliferi siano aumentati nell'insieme di un più modesto 12%. A questo rincaro si raffronta un incremento di poco inferiore al 10% nei prezzi all'esportazione sia dei manufatti sia del petrolio. Nello scorso anno sono state pertanto poco rilevanti le variazioni nelle ragioni di scambio dei principali gruppi di paesi.

Le bilance dei pagamenti.

Nel 1977, sebbene l'assetto globale delle bilance delle partite correnti abbia presentato solo mutamenti relativamente modesti, alcuni sostanziali spostamenti hanno avuto luogo nell'ambito dei principali gruppi di paesi. Il disavanzo aggregato di parte corrente dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera è aumentato di \$4,5 miliardi, raggiungendo l'ammontare di quasi \$10 miliardi; il deficit degli altri paesi sviluppati si è mantenuto alla notevole quota di \$23,5 miliardi. Mentre la debolezza della domanda nel mondo sviluppato ha contribuito a far scendere da \$40 a 34 miliardi l'avanzo corrente dei paesi esportatori di petrolio, i paesi in via di sviluppo non petroliferi sono riusciti a ridurre il loro disavanzo per il secondo anno consecutivo, passando da \$19 a 15 miliardi; si stima che anche il disavanzo commerciale delle economie pianificate sia sceso da \$5 a 1 miliardi. All'interno dei principali gruppi, i maggiori cambiamenti rispetto al 1976 hanno riguardato le bilance di parte corrente dei paesi del Gruppo dei Dieci: l'ingente disavanzo accumulato dagli Stati Uniti, la rapida crescita dell'eccedenza del Giappone ed i notevoli miglioramenti conseguiti da Francia, Italia e Regno Unito, paesi che avevano accusato grossi deficit nel 1976. Nell'ambito degli altri paesi sviluppati, i programmi di aggiustamento hanno prodotto in diversi casi notevoli miglioramenti nelle partite correnti, compensati peraltro da deterioramenti in altri paesi dello stesso gruppo. Circa i paesi in via di sviluppo non petroliferi, l'intero miglioramento dello scorso anno fa capo ad un piccolo numero di paesi, cui va imputata una parte consistente del disavanzo aggregato di parte corrente accumulato da questo gruppo nei precedenti anni. Infine, il calo dell'eccedenza dei paesi esportatori di petrolio comporta che essa è ora ancor più pesantemente concentrata nelle mani dei paesi a bassa capacità d'importazione.

Passando ad esaminare i movimenti di capitali e gli altri flussi di finanziamento, va rilevato che il disavanzo di parte corrente senza precedenti degli Stati Uniti si è accompagnato a cospicui deflussi di capitali e di fondi bancari a breve termine, sicché il deficit di \$34 miliardi ha dovuto essere finanziato con aumenti dei saldi ufficiali in dollari all'estero. Al tempo stesso, la dimensione del saldo negativo degli Stati Uniti ha alleggerito l'onere di finanziamento di altri paesi deficitari. Salvo alcune importanti eccezioni, i mutuatari sia privati sia pubblici degli altri paesi sviluppati hanno avuto agevolmente accesso ai mercati internazionali dei capitali. Analogamente, i paesi in via di sviluppo non petroliferi hanno continuato a mutuare ingenti

Transazioni internazionali di parte corrente.¹

Paesi ed aree	Saldo commerciale (fob)			Saldo dei servizi e dei trasferimenti			Saldo delle partite correnti		
	1975	1976	1977	1975	1976	1977	1975	1976	1977
miliardi di dollari USA									
Paesi sviluppati									
Canada	- 0,5	1,1	2,7	- 4,2 ²	- 5,3 ²	- 6,7 ²	- 4,7	- 4,2	- 4,0
Francia	1,5	- 4,8	- 2,6	- 1,4	- 1,2	- 0,6	0,1	- 6,0	- 3,2
Germania	17,7	16,7	19,2	-13,6	-12,8	-15,3	4,1	3,9	3,9
Giappone	5,0	9,9	17,5	- 5,7	- 6,2	- 6,5	- 0,7	3,7	11,0
Italia	- 1,2	- 4,2	0,1	0,6 ²	1,4 ²	2,2 ²	- 0,6	- 2,8	2,3
Paesi Bassi	1,1	1,6	- 0,5	0,9 ²	1,1 ²	0,8 ²	2,0	2,7	0,3
Regno Unito	- 7,2	- 6,3	- 3,2	3,5	4,3	3,2	- 3,7	- 2,0	0
Stati Uniti	9,0	- 9,3	-31,2	2,6 ²	7,9 ²	11,0 ²	11,6	- 1,4	-20,2
Svezia	0,7	0,4	0,2	- 2,3	- 2,8	- 3,5	- 1,6	- 2,4	- 3,3
Svizzera	0,2	0,5	0,3	2,4 ²	3,0 ²	3,4 ²	2,6	3,5	3,7
UEBL ³	0,5	- 0,9	- 1,1	0,2 ²	0,6 ²	0,6 ²	0,7	- 0,3	- 0,3
Gruppo dei Dieci e Svizzera	26,8	4,7	1,4	-17,0	-10,0	-11,2	9,8	- 5,3	- 9,8
Altri paesi	-28,1	-28,1	-28,8	7,4	5,7	5,4	-20,7	-22,4	-23,4
Totale paesi sviluppati di cui:									
OCSE ⁴	- 1,3	-23,4	-27,4	- 9,6	- 4,3	- 5,8	-10,9	-27,7	-33,2
OCSE ⁴	5,9	-18,4	-23,9	-11,0	- 6,5	- 8,0	- 5,1	-24,9	-31,9
Paesi in via di sviluppo⁵									
Paesi petroliferi	62	73	68	-27	-33	-34	35	40	34
Altri paesi	-23	-12	- 6	- 6	- 7	- 9	-29	-19	-15
Totale paesi in via di sviluppo	39	61	62	-33	-40	-43	6	21	19
Paesi ad economia pianificata⁶	- 9	- 5	- 1						

¹ Sulla base dei dati doganali. ² Esclusi i redditi da investimenti diretti in forma di utili non distribuiti. ³ Parzialmente su base valutaria; esportazioni ed importazioni in parte cif. ⁴ Totale paesi sviluppati, esclusi Israele, Jugoslavia e Sud Africa. ⁵ Dati parzialmente stimati.

fondi sui mercati del credito. Peraltro, grazie all'ulteriore flessione del loro disavanzo corrente verso l'estero, nel 1977 tali paesi sono risultati, seppure in modesta misura, fornitori netti di fondi al sistema bancario internazionale. Lo scorso anno il ricorso al credito dei paesi dell'Europa orientale è diminuito sensibilmente, ma una fonte ulteriore di finanziamento è derivata dalle maggiori vendite di oro. Infine, l'indebitamento di alcuni paesi petroliferi ad alta capacità d'importazione è andato crescendo in modo considerevole, parallelamente al deterioramento delle loro posizioni esterne di parte corrente.

La maggiore complessità delle relazioni commerciali internazionali e la crescente instabilità dei tassi di cambio che hanno contraddistinto gli anni recenti, e non meno il 1977, hanno accresciuto i problemi statistici connessi con l'analisi delle bilance dei pagamenti. Tali problemi sono essenzialmente riconducibili a due fattispecie: in primo luogo, la mancata quadratura delle partite correnti al livello di

aggregazione mondiale; in secondo luogo, la distorsione introdotta con la conversione dei dati in una comune unità di valore — in questo caso, il dollaro. La crescente discrepanza statistica nelle transazioni internazionali di parte corrente è frutto di numerosi fattori, fra cui le sfasature temporali dei dati e disparità nel campo di rilevazione delle esportazioni e delle importazioni, nonché l'insufficienza dei dati pubblicati sui servizi ed i trasferimenti, soprattutto da parte dei paesi beneficiari. Il problema dell'unità di valore, inevitabile laddove occorra un raffronto internazionale, è stato acuitizzato dalle alterne vicende del dollaro durante gli anni Settanta. Pertanto i valori unitari dell'interscambio espressi in dollari devono essere considerati con cautela: i flussi di merci, servizi e capitali, nonché i saldi di tali movimenti, possono assumere un aspetto diverso se i valori in moneta nazionale sono convertiti in dollari; e i calcoli basati sui dati delle consistenze — tipico è il caso della posizione monetaria sull'estero — richiedono rettifiche di valutazione tali da ottenere flussi coerenti con le altre poste della bilancia dei pagamenti. Tali rettifiche sono state tralasciate nella seguente descrizione dei movimenti monetari, salvo che nell'analisi della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, con il risultato che per molti paesi sviluppati compresi nella tabella a pagina 77, i saldi dei movimenti monetari non corrispondono esattamente ai saldi globali delle bilance dei pagamenti.

Paesi sviluppati.

Come già nel 1976, la variazione di gran lunga maggiore nella bilancia delle partite correnti ha riguardato gli *Stati Uniti*, il cui disavanzo è passato da \$1,4 a 20,2 miliardi. Ancora una volta il fattore dominante è stato l'interscambio mercantile, il cui saldo negativo è salito di \$22 miliardi. Questo è stato compensato solo in modesta parte da un'ulteriore dilatazione dell'eccedenza nei servizi e trasferimenti. Al peggioramento di parte corrente si è sommato l'anno scorso l'andamento negativo nei movimenti di capitali, dove il modesto saldo positivo del 1976 ha fatto posto a deflussi netti per \$7,1 miliardi. A ciò si è aggiunta una fuoriuscita netta di fondi bancari a breve per \$6,5 miliardi. La contropartita del disavanzo complessivo di tutte queste poste è stata la massiccia espansione (\$33,8 miliardi) delle passività ufficiali nette degli Stati Uniti, accumulate ad un ritmo sempre più rapido parallelamente al crescere delle pressioni contro il dollaro nell'ultima parte dell'anno.

La variazione più rilevante nella bilancia dei pagamenti americana dal 1975 ha riguardato l'interscambio di merci, e più precisamente le importazioni. Dopo l'eccedenza di \$9 miliardi del 1975, il saldo mercantile è passato a un disavanzo di \$9,3 miliardi nel 1976 e di \$31,2 miliardi nel 1977. Questo deterioramento ha rispecchiato il vigore della ripresa economica americana rispetto a quella degli altri paesi, nonché la crescente dipendenza degli Stati Uniti dal petrolio d'importazione. Nel 1977 gli acquisti all'estero sono aumentati in valore di quasi \$28 miliardi, dopo un incremento di \$26 miliardi nel 1976. In termini quantitativi vi è stato tuttavia un pronunciato rallentamento, dal 22% del 1976 al 13% dell'anno scorso, anche se quest'ultimo tasso d'incremento è pur sempre stato il triplo di quello del commercio mondiale. La vigorosa domanda interna ha contribuito a determinare l'aumento di \$17,6 miliardi, pari a quasi l'11% in termini di volume, nelle importazioni complessive ad esclusione del petrolio, fra le quali hanno registrato forti incrementi gli acquisti di beni di consumo, di autoveicoli e di macchinari. Le importazioni di petrolio si sono accresciute di altri \$10 miliardi, ossia di oltre il 19% in volume; sebbene la produzione interna

di grezzo abbia avuto nel 1977 un leggero aumento, questo è stato sopravanzato dal maggior consumo e dall'incremento delle scorte di petrolio. Gli acquisti di petrolio - pari a \$45 miliardi - hanno costituito nel 1977 quasi un terzo delle importazioni complessive degli Stati Uniti, rispetto ad un nono nel 1973. Questo aumento non è derivato solo dal rincaro del petrolio importato, ma anche da un incremento in volume del 35%, essendo nel frattempo diminuita la produzione nazionale. Inoltre, la mancanza di un'efficace strategia nel settore energetico ha fatto sì che negli Stati Uniti il consumo di petrolio per unità di prodotto nazionale sia sceso sensibilmente meno che in altri importanti paesi industriali negli ultimi quattro anni.

Stati Uniti: bilancia dei pagamenti.

Voci	1975	1976	Anno	1977 ¹			
				I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.
in milioni di dollari USA							
Partite correnti							
Esportazioni di merci (f.o.b.)	107.090	114.695	120.470	29.455	30.655	30.870	29.490
Importazioni di merci (f.o.b.)	98.045	124.015	151.710	36.605	38.310	38.430	38.365
Saldo commerciale . .	9.045	- 9.320	-31.240	- 7.150	- 7.655	- 7.560	- 8.875
Redditi netti da capitale ² . .	5.955	9.810	11.935	3.185	3.440	3.165	2.145
Altri servizi e trasferimenti, netti	- 3.450	- 1.915	- 905	- 315	- 360	70	- 300
Servizi e trasferimenti.	2.505	7.895	11.030	2.870	3.080	3.235	1.845
Saldo delle partite correnti	11.550	- 1.425	-20.210	- 4.280	- 4.575	- 4.325	- 7.030
Movimenti di capitali							
Transazioni governative . .	- 1.765	725	- 1.795	- 425	- 370	- 715	- 285
Investimenti diretti ²	- 4.850	- 2.420	- 3.480	135	- 1.430	- 440	- 1.745
Investimenti di portafoglio . .	- 2.360	- 5.735	- 960	515	- 600	- 1.260	385
Altri fondi a lungo termine dichiarati dalle banche USA	- 2.255	1.030	2.185	705	- 930	1.380	1.030
Diversi	- 1.205	- 2.605	- 95	- 870	- 1.535	2.015	295
Movimenti identificati di capitali	-12.435	- 9.005	- 4.145	60	- 4.865	980	- 320
Discrepanza statistica	5.660	9.865	- 2.990	1.440	1.080	- 5.170	- 340
Saldo dei movimenti di capitali	- 6.775	860	- 7.135	1.500	- 3.785	- 4.190	- 660
Saldo globale³	4.775	- 565	-27.345	- 2.780	- 8.360	- 8.515	- 7.690
<i>In contropartita a variazioni nelle:</i>							
Attività ufficiali USA	605	2.530	230	390	- 5	- 150	- 5
Passività USA verso istituzioni ufficiali estere . .	- 3.890	-11.265	-34.075	- 4.680	- 7.005	- 7.550	-14.840
Attività ufficiali nette . .	- 3.285	- 8.735	-33.845	- 4.290	- 7.010	- 7.700	-14.845
Posizione netta a breve sull'estero dichiarata dalle banche USA⁴	8.060	8.170	6.500	1.510	- 1.350	- 815	7.155

¹ Dati trimestrali depurati dalla stagionalità. ² Esclusi i redditi da investimenti diretti in forma di utili non distribuiti ed il reinvestimento dei medesimi, ammontati a \$6,2, 6,1 e 6,3 miliardi negli anni 1975, 1976 e 1977 rispettivamente. ³ Escluse le rettifiche di valutazione. ⁴ Non comprese altrove.

Dal lato delle esportazioni, all'incremento in valore del 1977, pari a \$5,8 miliardi, corrisponde un andamento stazionario in termini reali. Le vendite di prodotti agricoli si sono portate a \$24,4 miliardi, e la loro lenta progressione rispecchia la

recente serie di buoni raccolti a livello mondiale. La crescita di quasi \$5 miliardi delle esportazioni di prodotti non agricoli è dovuta interamente ad aumenti di prezzo; il loro volume è rimasto inferiore al massimo toccato nel 1974. Gli scarsi risultati conseguiti dalle esportazioni americane negli ultimi tre anni, durante i quali l'interscambio mondiale di manufatti si è accresciuto del 10%, sono difficili da spiegare. E' fuori dubbio che vi abbiano contribuito fattori congiunturali; poiché le esportazioni degli Stati Uniti sono strutturalmente orientate verso i beni strumentali, esse sono state frenate dal basso livello degli investimenti fissi negli altri paesi industriali. Inoltre, la più rapida espansione dei mercati interni può aver sottratto parte dell'offerta potenzialmente destinata ai mercati esteri, anche se in molti settori dell'industria statunitense persistono bassi livelli di utilizzo della capacità produttiva. D'altra parte, come sarà illustrato nel Capitolo VI, il vantaggio in termini di competitività acquistato nel 1973 pare non essere stato intaccato, anche prima della recente nuova caduta del dollaro. Ciò nonostante è quasi certo che la posizione degli Stati Uniti sui mercati mondiali è andata deteriorandosi rispetto a quella dei principali paesi concorrenti, in particolare Giappone e Germania. Fra la seconda metà del 1973 e quella del 1976, ad esempio, i prezzi in dollari dei manufatti americani esportati sono saliti di quasi il 50%, ossia pressoché il doppio rispetto al rincaro delle esportazioni tedesche e giapponesi. A ciò si aggiunge che le sintetiche misure della competitività non tengono conto né del crescente volume di manufatti esportato dai paesi in via di sviluppo, né dell'erosione del vantaggio tecnologico precedentemente fruito dagli Stati Uniti.

Stati Uniti: saldi del commercio estero per aree, 1971-77.*

Aree	1971-73	1974	1975	1976	1977
	valori medi	saldi in miliardi di dollari USA			
Paesi occidentali sviluppati	- 3,2	4,2	10,0	4,6	- 3,5
<i>di cui:</i>					
CEE	0,4	3,0	6,2	7,6	4,4
Canada	- 2,5	- 2,0	0	- 2,1	- 3,6
Giappone	- 2,9	- 1,6	- 1,7	- 5,4	- 8,1
Altri	1,8	4,8	5,5	4,5	3,8
Paesi petroliferi	- 0,2	- 8,9	- 6,3	- 12,4	- 19,2
Paesi in via di sviluppo non petroliferi	0,8	1,9	5,2	- 0,9	- 5,9
Europa orientale e URSS	0,6	0,6	2,1	2,6	1,6
Poste non identificate	0,2	0,5	0,5	0,4	0,3
Saldo mercantile globale	- 1,8	- 1,7	11,5	- 5,7	- 26,7

* Sulla base dei dati doganali; esportazioni f.a.s., importazioni f.a.s. dal 1975 (anteriamente f.o.b.).

La tabella precedente illustra i mutamenti intervenuti nella configurazione per aree dei saldi commerciali degli Stati Uniti; essa indica altresì in quale misura lo spostamento in negativo della bilancia commerciale americana abbia contribuito per ciascuna area ad un miglioramento della rispettiva bilancia. Fra il 1975 ed il 1977, il peggioramento di \$38 miliardi nel saldo mercantile degli Stati Uniti si è distribuito in modo abbastanza uniforme fra i paesi sviluppati, i paesi esportatori di petrolio

ed i paesi in via di sviluppo non petroliferi. Nell'ambito dei paesi sviluppati, tuttavia, i tre quarti della contropartita positiva sono andati a Giappone e Canada, mentre nei confronti della CEE e di altri paesi sviluppati, gli Stati Uniti hanno conservato una notevole posizione eccedentaria. Inoltre, benché l'enorme aumento delle importazioni di petrolio degli Stati Uniti sia stato in parte compensato da maggiori vendite ai paesi petroliferi — e non solo di merci, come riportato dalla tabella, ma anche di servizi — gli Stati Uniti hanno contribuito in modo consistente al mantenimento di ampie eccedenze da parte dell'OPEC, allorquando gli altri maggiori paesi hanno proceduto in senso opposto. D'altro canto, l'aumento superiore al 50% tra il 1975 ed il 1977 nel valore delle importazioni degli Stati Uniti dai paesi in via di sviluppo non petroliferi, in particolare dalle emergenti economie industriali in Asia ed in America Latina, ha notevolmente contribuito ad attenuare le costrizioni gravanti sulle loro bilance dei pagamenti.

Uno dei punti di maggior forza della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è consistito nelle partite invisibili, il cui saldo positivo è balzato da \$2,5 miliardi nel 1975 a \$7,9 e 11 miliardi rispettivamente nel 1976 e 1977. Tale miglioramento è dovuto in gran parte ad un aumento di \$6 miliardi tra il 1975 ed il 1977 nei redditi netti da investimenti, nonostante le condizioni economiche relativamente depresse all'estero. Fra le altre partite comprese fra i servizi e trasferimenti, lo spostamento maggiore ha riguardato la bilancia dei servizi e delle commesse militari, che dalla tradizionale posizione deficitaria è passata ad una leggera eccedenza nel 1976 e quindi ad un saldo positivo di \$1,4 miliardi nello scorso anno, soprattutto per effetto di vendite di armamenti sensibilmente più elevate.

Parallelamente allo sfavorevole andamento delle partite correnti, nel 1977 i movimenti di capitali sono bruscamente passati da una modesta eccedenza ad un disavanzo di \$7,1 miliardi. Questo saldo è il risultato netto di una riduzione dei deflussi identificati di capitali e di un peggioramento assai più consistente nelle partite non identificate, passate ad un saldo negativo. I deflussi netti identificati di capitali, pari a \$4,1 miliardi, sono scesi di oltre la metà rispetto al 1976. Il saldo passivo degli investimenti di portafoglio all'estero è sceso di \$4,8 miliardi; gli afflussi netti di fondi bancari a lungo termine si sono raddoppiati, passando a \$2,2 miliardi; vi è stato infine un calo di \$2,5 miliardi negli altri deflussi netti identificati di capitali, principalmente costituiti da movimenti di fondi effettuati da società. A parziale compensazione di tali variazioni, è aumentato da \$2,4 a 3,5 miliardi il saldo degli investimenti diretti all'estero, e le transazioni governative sono passate da un afflusso netto di \$0,7 miliardi ad un più normale deflusso netto di \$1,8 miliardi, poiché i pagamenti anticipati a fronte di forniture militari non si sono ripetuti nella misura del 1976. Nello scorso anno le transazioni non identificate, in netto contrasto con gli afflussi di \$15,5 miliardi registrati complessivamente nel 1975 e 1976, hanno dato luogo ad un deflusso di \$3 miliardi. Durante il primo semestre del 1977 vi erano ancora stati afflussi netti pari a \$2,5 miliardi; nel terzo trimestre, al sorgere di improvvise pressioni contro il dollaro, si è prodotto un deflusso netto senza precedenti di \$5,2 miliardi, proseguito, sebbene ad un ritmo molto più ridotto, anche nel quarto trimestre. Se si considera la bilancia dei movimenti di capitali, i deflussi netti hanno raggiunto i valori massimi nel secondo e terzo trimestre, con \$3,8 e 4,2 miliardi rispettivamente; nel quarto trimestre, durante il quale la maggiore variazione è stata di gran lunga quella del saldo delle transazioni non identificate, essi paiono aver reagito all'ampliarsi del differenziale dei tassi di interesse a favore degli Stati Uniti.

Le partite correnti ed i movimenti di capitali della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti hanno dato luogo nel 1977 ad un disavanzo globale di oltre \$27 miliardi, rispetto alla situazione praticamente di pareggio nel 1976. Al deficit globale si è aggiunto un deflusso netto di fondi bancari a breve di \$6,5 miliardi, con il risultato che le passività ufficiali nette sull'estero sono aumentate di \$33,8 miliardi. Durante i primi tre trimestri del 1977, il settore bancario era stato prenditore netto di fondi a breve per il modesto importo di \$0,7 miliardi. Nel quarto trimestre, per contro, le posizioni creditorie delle banche statunitensi hanno avuto un brusco aumento su base netta non inferiore a \$7,2 miliardi, conseguente ad un aumento lordo di \$8,9 miliardi nelle loro attività, soprattutto verso le filiali operanti nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente.

Essendo le riserve ufficiali aumentate soltanto di \$0,2 miliardi durante il 1977, all'andamento della bilancia globale e delle posizioni a breve delle banche ha fatto strettamente riscontro una crescita, sempre più rapida nel corso dell'anno, delle passività verso le istituzioni ufficiali straniere, culminata con un incremento di \$14,8 miliardi nell'ultimo trimestre. Nell'arco dell'intero 1977 tali passività sono cresciute di oltre \$34 miliardi, in larga parte per effetto di interventi ufficiali in acquisto da parte di molti paesi industriali, nel tentativo di moderare l'apprezzamento delle proprie monete rispetto al dollaro. Non tutti gli interventi sono però stati di tale tipo: infatti, nei primi nove mesi dell'anno, i maggiori acquisti di dollari sono provenuti dal Regno Unito e dall'Italia, in entrambi i casi al fine di ricostituire le riserve valutarie fortemente decurtate nel 1976. Pur non essendo disponibili stime separate sulle passività degli Stati Uniti verso i paesi petroliferi, pare che nel 1977 queste abbiano contribuito per non più di un quinto all'incremento complessivo delle passività degli Stati Uniti verso le istituzioni monetarie straniere.

Nel primo trimestre del 1978 gli acquisti all'estero degli Stati Uniti hanno continuato ad aumentare rapidamente ed il disavanzo commerciale è salito a \$11,2 miliardi, prospettando un ulteriore peggioramento delle partite correnti. E' inoltre continuata la fuoriuscita di capitali e fondi bancari a breve e a lungo termine che ha rispecchiato e al tempo stesso accentuato le nuove pressioni al ribasso sul dollaro. Le passività nette degli Stati Uniti verso le istituzioni monetarie straniere sono pertanto aumentate di \$14,5 miliardi, un incremento analogo a quello del trimestre precedente, in quanto le banche centrali estere sono nuovamente intervenute per moderare la flessione del dollaro. In aprile, pare che il disavanzo delle partite correnti sia stato più che compensato da afflussi di capitali e fondi bancari, come evidenziato dal più sostenuto andamento del dollaro.

In netto contrasto con il quadro presentato dalla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, nel 1977 il saldo attivo delle partite correnti del Giappone ha presentato un cospicuo incremento, da \$3,7 a 11 miliardi. Tale variazione deriva interamente dal commercio con l'estero, essendosi leggermente ampliato il tradizionale disavanzo delle partite invisibili. Il deflusso netto di capitali, benché sia passato da \$0,8 a 3,4 miliardi, è stato insufficiente ad impedire un forte aumento delle riserve.

Nel 1977 l'avanzo commerciale del Giappone ha continuato la sua inesorabile ascesa, passando da \$9,9 a 17,5 miliardi. Ad accentuare tale eccedenza ha contribuito in modo rilevante, almeno per qualche tempo, la forza dello yen, a cui è in parte dovuto il miglioramento del 9% nelle ragioni di scambio. In termini quantitativi nel 1977 le esportazioni si sono accresciute soltanto del 3%, anche se tale cifra va

vista alla luce dell'impressionante aumento del 23% conseguito l'anno precedente. Anche l'incremento delle importazioni, a causa della debole domanda interna, è sceso al 3,5%, dal 10,5% del 1976. Si può aggiungere che la mutevole composizione merceologica delle esportazioni giapponesi ed il tasso di cambio in rapido aumento possono aver fatto sì che le statistiche del commercio estero nel 1977 sovrastimino l'aumento dei prezzi delle esportazioni, sottovalutando corrispondentemente l'incremento in volume delle stesse; è questa una possibilità che parrebbe confermata dai dati sul reddito nazionale.

L'eccedenza commerciale del Giappone risulta essersi ampliata di quasi \$14 miliardi dal 1973. Nel 1977 le ragioni di scambio erano ancora inferiori di quasi il 25% al livello di quell'anno, ma — come illustrato nel grafico all'inizio del presente capitolo — ciò era stato più che compensato da un aumento di ben il 52% nel volume delle esportazioni, a cui fa riscontro un calo del 2,5% in quello delle importazioni. L'eccedenza commerciale (in base ai dati f.o.b.) verso i paesi importatori di petrolio è stimata in quasi \$30 miliardi, di cui una notevole parte riguarda gli Stati Uniti, la CEE ed altri paesi europei.

Circa i movimenti di capitali, nel 1977 le autorità hanno cercato di favorire i deflussi di fondi ampliando i limiti posti alle emissioni sul mercato di Tokyo di obbligazioni estere denominate in yen. Inoltre, le condizioni di mercato hanno contribuito a scoraggiare l'indebitamento all'estero delle società giapponesi. Il risultato è stato un aumento da \$1 a 3,2 miliardi della fuoriuscita netta di capitali a lungo termine, il cui deflusso è andato intensificandosi con il procedere dell'anno. La variazione più importante ha riguardato gli investimenti di portafoglio, per i quali l'afflusso netto è sceso da \$3 miliardi nel 1976 a \$0,7 miliardi. Vi è stato inoltre un aumento, da \$0,6 a 1,4 miliardi, del deflusso netto nei crediti commerciali. In considerazione del forte apprezzamento dello yen, nel 1977 i movimenti netti dei capitali a breve sono stati sorprendentemente modesti; essi hanno infatti registrato nel corso dell'anno un deflusso netto di \$0,3 miliardi, rispetto ad un afflusso netto di ammontare leggermente inferiore nel 1976. Nel complesso la fuoriuscita netta di capitali è stata lo scorso anno di \$3,4 miliardi, cosicché l'avanzo globale della bilancia dei pagamenti è risultato di \$7,6 miliardi ed ha presentato un andamento trimestrale simile a quello delle partite correnti, raggiungendo una punta, di quasi \$4 miliardi, nel quarto trimestre.

Compresa le rettifiche di valutazione, le contropartite monetarie dell'avanzo globale sono consistite in una riduzione di \$1,2 miliardi nelle passività nette a breve del settore bancario ed in un aumento di circa \$5,9 miliardi nelle attività ufficiali nette. Nel corso dei primi nove mesi dell'anno sono fuoriusciti per il tramite delle banche \$2,3 miliardi di fondi a breve, corrispondenti a quasi due terzi dell'avanzo globale. In questo periodo le attività ufficiali sono aumentate di \$1,7 miliardi, sebbene vi sia stata una flessione di \$1,3 miliardi nelle riserve liquide in valuta, dovuta all'impiego di dollari per acquistare attività a lungo termine negli Stati Uniti. Nell'ultimo trimestre, quando il forte avanzo globale ha coinciso con una nuova fase di debolezza del dollaro, vi sono stati un afflusso netto alle banche di fondi a breve, per \$1,1 miliardi, derivante da un incremento di circa \$2 miliardi delle loro passività esterne lorde in yen, ed un aumento di \$5 miliardi nelle attività ufficiali.

Nel primo trimestre di quest'anno il Giappone ha conseguito eccedenze commerciali e di parte corrente di \$5,8 e 4 miliardi rispettivamente. Nello stesso tempo

Paesi sviluppati: bilance dei pagamenti.¹

Paesi	Anni	Saldo delle partite correnti ²	Saldo dei movimenti di capitale ²	Saldo globale ²	Aggiustamenti ³	Saldo globale rettificato (=saldo dei movimenti monetari) ³
		milioni di dollari USA				
Austria	1976	— 1.470	430	— 1.040	— 25	— 1.065
	1977	— 2.970	1.830	— 1.140	— 55	— 1.195
Belgio-Lussemburgo ⁴ . . .	1976	— 295	— 715	— 1.010	270	— 740
	1977	— 310	— 1.630	— 1.940	— 380	— 2.320
Canada	1976	— 4.230	4.710	480	255	735
	1977	— 4.020	1.255	— 2.765	— 85	— 2.850
Danimarca	1976	— 1.915	1.985	70	70	140
	1977	— 1.645	2.620	975	60	1.035
Finlandia	1976	— 1.165	950	— 215	— 10	— 225
	1977	— 190	230	40	60	100
Francia	1976	— 5.970	1.905	— 4.065	280	— 3.785
	1977	— 3.200	4.350	1.150	— 270	880
Germania	1976	3.890	— 3.125	765	75	840
	1977	3.920	— 2.915	1.005	— 405	600
Giappone	1976	3.680	— 770	2.910	15	2.925
	1977	11.045	— 3.440	7.605	— 505	7.100
Grecia ⁵	1976	— 1.085	1.020	— 65	.	— 65
	1977	— 1.280	1.295	15	.	15
Irlanda	1976	— 265	410	145	75	220
	1977	— 230	240	10	10	20
Italia	1976	— 2.850	1.470	— 1.380	375	— 1.005
	1977	2.285	135	2.420	— 55	2.365
Jugoslavia	1976	165	825	990	.	990
	1977	— 1.800	1.965	165	.	165
Norvegia	1976	— 3.785	3.650	— 135	310	175
	1977	— 4.935	4.635	— 300	5	— 295
Paesi Bassi	1976	2.690	— 3.890	— 1.200	530	— 670
	1977	255	— 1.455	— 1.200	225	— 975
Portogallo ⁶	1976	— 1.245	65	— 1.180	— 130	— 1.310
	1977	— 1.495	15	— 1.480	340	— 1.140
Regno Unito	1976	— 1.950	— 1.460	— 3.410	90	— 3.320
	1977	— 15	10.030	10.015	— 330	9.685
Spagna	1976	— 4.295	2.465	— 1.830	— 200	— 2.030
	1977	— 2.255	2.765	510	— 940	— 430
Stati Uniti	1976	— 1.425	860	— 565	265	— 300
	1977	— 20.210	— 7.135	— 27.345	170	— 27.175
Svezia	1976	— 2.430	1.695	— 735	— 60	— 795
	1977	— 3.325	3.835	510	— 70	440
Svizzera	1976	3.500	— 825	2.675	.	2.675
	1977	3.660	1.000	4.660	.	4.660
Turchia	1976	— 1.965	45	— 1.920	.	— 1.920
	1977	— 3.400	2.880	— 520	.	— 520

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

¹ Sulla base dei dati doganali. ² Per numerosi paesi, i saldi delle partite correnti e dei movimenti di capitale escludono i redditi da investimenti diretti in forma di utili non distribuiti e il corrispondente reinvestimento del medesimo. ³ Pari alla somma delle transazioni effettive; sono escluse - ove possibile - le plusvalenze e le minusvalenze nelle partite monetarie derivanti da variazioni nei tassi di cambio. ⁴ Differenze prevalentemente dovute ad aggiustamenti di cambio ed a discrepanze nel campo di rilevazione. ⁵ Uguale alla somma delle ultime due colonne della tabella a pagina 84. ⁶ Parzialmente su base valutaria.

vi sono stati afflussi netti di capitali per \$0,9 miliardi ed un'ulteriore espansione di \$2,5 miliardi nelle passività nette a breve sull'estero delle banche, contribuendo ad un aumento di \$6,8 miliardi delle attività monetarie ufficiali nette.

Tre importanti sviluppi hanno fortemente caratterizzato la bilancia dei pagamenti della *Germania* nel 1977: si è arrestata la contrazione dell'avanzo delle partite correnti; hanno nuovamente assunto proporzioni rilevanti le esportazioni nette di capitali a lungo termine, cosicché il saldo di base è divenuto negativo; vi è stata, nel secondo semestre dell'anno, una rapida accelerazione degli afflussi netti di fondi a breve bancari e non, che ha dato luogo ad un sostanziale aumento delle riserve in conseguenza degli interventi ufficiali per moderare l'apprezzamento del marco tedesco.

L'avanzo di parte corrente, pari a \$3,9 miliardi, è rimasto invariato rispetto al livello del 1976. L'eccedenza commerciale ha registrato un aumento di \$2,5 miliardi, passando alla cifra di \$19,2 miliardi, la seconda in ordine di grandezza sinora registrata; a ciò si è contrapposto un aumento del consueto disavanzo delle partite invisibili, passato a \$15,3 miliardi, dovuto soprattutto ad un forte incremento degli esborsi netti per turismo e ad una flessione nei redditi netti da investimenti.

Le risultanze della bilancia commerciale sembrano in gran parte attribuibili a fattori congiunturali. L'aumento del 5% delle esportazioni in volume, leggermente superiore al tasso stimato di crescita del commercio mondiale, è stato notevolmente inferiore al 13,5% raggiunto nel 1976. Per di più, i prezzi delle esportazioni sono aumentati solo dell'1,5% in termini di marchi. Le pressioni che l'apprezzamento del marco ha esercitato sulla competitività hanno limitato le possibilità di aumento dei prezzi da parte degli esportatori; in effetti, nel secondo semestre dell'anno i prezzi delle esportazioni sono temporaneamente calati, in concomitanza con un ulteriore apprezzamento del marco, causando una forte contrazione dei margini di profitto per gli esportatori tedeschi. I vincoli di bilancia dei pagamenti dei *partners* commerciali della Germania e fattori congiunturali hanno anche influito fortemente sulla destinazione delle esportazioni tedesche. Ad aumenti nel valore delle esportazioni verso gli Stati Uniti ed i paesi OPEC, rispettivamente del 26% e del 20%, hanno fatto riscontro un ristagno di quelle verso la Francia, l'Italia e l'Europa orientale ed una flessione delle vendite ai paesi scandinavi partecipanti alla fluttuazione congiunta europea. Grazie soprattutto all'ulteriore forte espansione delle esportazioni dirette ai paesi OPEC durante il 1977, la Germania ha realizzato per la prima volta un saldo commerciale attivo, di \$0,6 miliardi, nei confronti di questo gruppo.

Nel contesto di una rallentata attività economica interna, l'aumento delle importazioni in volume è caduto nettamente, passando dal 16,5% nel 1976 al 4,5% nel 1977. Le importazioni dal Regno Unito, dal Giappone, dall'Austria e dai paesi in via di sviluppo non petroliferi hanno registrato i maggiori incrementi. Rispetto alla composizione merceologica, le importazioni in volume di materie prime e di semilavorati sono rimaste praticamente invariate rispetto al livello dell'anno precedente, venendo meno l'accumulazione di scorte di tali merci, mentre hanno continuato ad aumentare fortemente le importazioni di prodotti finiti.

Gran parte del nuovo apprezzamento del marco ha avuto luogo verso la fine dell'anno scorso, troppo tardi quindi per ridurre l'eccedenza commerciale del 1977.

E infatti questa è aumentata sensibilmente, passando a \$6,4 miliardi, nell'ultimo trimestre dell'anno, probabilmente per effetto di regolamenti anticipati delle esportazioni e pagamenti ritardati delle importazioni connessi ad aspettative circa l'evoluzione dei tassi di cambio.

Quanto ai movimenti di capitali, i deflussi netti a lungo termine, trascurabili nel 1976, sono aumentati fortemente, portandosi a \$4,9 miliardi. Di conseguenza, il saldo di base è passato da un'eccedenza di \$3,7 miliardi ad un disavanzo di \$1 miliardo. La ripresa dei deflussi netti di capitali a lungo termine è stata principalmente alimentata dal settore privato, le cui esportazioni nette di fondi a lungo termine si sono quadruplicate, passando a \$4,2 miliardi, soprattutto a causa di maggiori acquisti di titoli esteri da parte di residenti tedeschi. A ciò si è aggiunta un'inversione di flusso - da entrate per \$1 miliardo a fuoriuscite per \$0,7 miliardi - nelle transazioni nette ufficiali a lungo termine. L'elevata propensione al risparmio, le condizioni di buona liquidità nel settore bancario e un più basso tasso di interesse rispetto a tutti i principali mercati finanziari esteri, sembra siano state le cause principali di questo costante deflusso di capitali a lungo termine, arrestato solo dalle perturbazioni valutarie del dicembre 1977. L'aumento delle esportazioni nette di capitali a lungo termine è stato compensato per intero da una variazione positiva di \$5 miliardi nel saldo dei fondi a breve, passato ad un afflusso di \$2 miliardi. Gli afflussi sono consistiti quasi interamente in fondi mutuati all'estero da operatori privati non bancari. Nel corso dell'intero 1977 la bilancia dei pagamenti tedesca ha accumulato un avanzo globale di \$1 miliardo, cioè leggermente superiore a quello del 1976.

In aggiunta al saldo attivo dei movimenti monetari, vi è stato un afflusso netto di fondi a breve di \$4,3 miliardi attraverso le banche, cosicché nel corso dell'anno le attività monetarie ufficiali sono aumentate su base netta di \$4,9 miliardi. Tuttavia, se si eccettua il mese di luglio, allorché gli interventi ufficiali hanno contribuito a un temporaneo aumento di \$0,9 miliardi delle attività ufficiali nette, i primi tre trimestri del 1977 hanno registrato nell'insieme una modesta riduzione di \$0,3 miliardi nella posizione monetaria ufficiale netta. Per quanto riguarda il settore bancario, ad un deflusso netto a breve di \$0,9 miliardi nel primo trimestre sono seguiti afflussi netti per circa \$2,7 miliardi nel secondo e terzo trimestre. Durante l'ultimo trimestre dell'anno, caratterizzato da forti spinte al rialzo sul marco tedesco, gli afflussi lordi a breve di fondi alle banche, soprattutto in moneta nazionale, hanno raggiunto i \$7 miliardi e le passività nette a breve sull'estero delle aziende di credito sono aumentate di \$2,5 miliardi. In questo trimestre le attività ufficiali nette sono aumentate di \$5,2 miliardi, soprattutto in seguito ad interventi delle autorità monetarie volti a contenere l'apprezzamento del marco tedesco.

Nel primo trimestre del 1978 le partite correnti hanno registrato un avanzo di \$1,5 miliardi, con un aumento di \$0,5 miliardi rispetto al corrispondente periodo del 1977, interamente attribuibile ad una maggior eccedenza della bilancia commerciale. In aggiunta, vi sono stati afflussi netti di capitali per \$2 miliardi. Di conseguenza la posizione monetaria netta sull'estero è migliorata di \$3,6 miliardi, dei quali poco più di due terzi, cioè \$2,3 miliardi, sono andati ad incrementare le riserve ufficiali nette.

Nel 1977 l'avanzo di parte corrente della Svizzera è stato di \$3,7 miliardi, ossia leggermente superiore a quello dell'anno precedente. In rapporto al prodotto nazionale lordo, l'avanzo si è commisurato al 5,8%, che rappresenta il tasso senz'altro

più elevato fra quelli di tutti i paesi industriali. L'aumento in volume sia delle esportazioni sia delle importazioni, del 12 e del 10% rispettivamente, ha superato nettamente i valori mediamente conseguiti dai paesi industriali. La forte crescita delle esportazioni, tanto più notevole in presenza di una decelerazione nel commercio mondiale, ha rispecchiato in parte il rafforzamento della posizione competitiva dell'industria svizzera, derivante dalla relativa stabilità del tasso di cambio effettivo fra la primavera del 1976 e il terzo trimestre del 1977 e dalla tendenziale stabilità del rapporto fra costi e prezzi all'interno. Il sensibile aumento nel volume delle importazioni ha avuto luogo nel contesto di una crescita dell'attività economica interna superiore a quella della maggior parte degli altri paesi industriali. Tuttavia, poiché nel 1977 le ragioni di scambio sono ridiscese quasi al livello del 1975, l'avanzo commerciale si è pressoché dimezzato, portandosi a \$0,3 miliardi. Questa flessione è stata più che compensata da un aumento di \$0,4 miliardi nell'eccedenza delle partite invisibili.

Per quanto riguarda i movimenti di capitali, è continuata la politica di incoraggiarne il deflusso. Nel 1977 le emissioni lorde di obbligazioni in franchi svizzeri e di *notes* a medio termine da parte di non residenti, unitamente a un certo deflusso per il tramite dei fondi di investimento, hanno complessivamente raggiunto \$5,6 miliardi, cifra pressoché uguale a quella del 1976. Tuttavia, il rafforzamento del franco ha favorito una accelerazione dei rimborsi di obbligazioni estere, che sono raddoppiati passando a \$0,8 miliardi. Di conseguenza, i deflussi netti di capitali identificati a medio e a lungo termine sono ammontati a \$4,8 miliardi, con una lieve riduzione rispetto al 1976. Al tempo stesso sono aumentati sensibilmente gli afflussi netti di capitali non identificati soprattutto in concomitanza con il rafforzamento delle pressioni speculative verso la fine dell'anno. In complesso nel 1977 essi sono ammontati a \$5,8 miliardi, rispetto ai \$4,4 miliardi nel 1976. Ne è risultato un saldo globale attivo di \$4,7 miliardi, che si raffronta a quello di \$2,7 miliardi nel 1976. Il saldo positivo nei movimenti monetari si è tradotto in gran parte in un miglioramento di \$4 miliardi nelle attività nette sull'estero delle banche, mentre i rimanenti \$0,7 miliardi sono affluiti alle riserve. Tuttavia, i movimenti netti delle riserve ufficiali e della posizione esterna delle banche risultano gonfiati da operazioni di *window dressing* di fine anno, ossia dai riporti in dollari USA fra le banche commerciali e la Banca Nazionale Svizzera usati quale strumento per agevolare le banche stesse nel conseguimento dei coefficienti di riserva e di liquidità. Ove si escludano queste operazioni di riporto, l'aumento netto delle attività monetarie ufficiali ammonta nel 1977 a \$2,6 miliardi, cifra doppia rispetto a quella dell'anno precedente, poiché alla fine del 1977 la liquidità sull'interno delle banche, relativamente abbondante, ha più che dimezzato il loro ricorso ai riporti in dollari rispetto all'anno precedente.

Tra i maggiori paesi industriali che hanno cercato lo scorso anno di migliorare la loro bilancia dei pagamenti, l'Italia ha conseguito la variazione positiva più vistosa, con il passaggio delle partite correnti da un disavanzo di \$2,8 miliardi ad un avanzo di \$2,3 miliardi. Il deficit commerciale di \$4,2 miliardi nel 1976 è stato interamente eliminato soprattutto per effetto dell'indirizzo restrittivo nella gestione della domanda interna. Il volume delle importazioni è stato inferiore del 2% al 1976 ed ha cominciato a declinare nel primo trimestre, raggiungendo un minimo nel terzo. Il volume delle esportazioni ha superato per contro del 7% il livello dell'anno precedente. Vi è stato anche un miglioramento del 2,5% delle ragioni di scambio, con forti aumenti sia nei prezzi delle esportazioni sia in quelli delle importazioni, cosicché,

in termini di valore, le esportazioni sono aumentate quasi del doppio rispetto alle importazioni. Grazie soprattutto ad una stagione turistica favorevole, anche la bilancia delle partite invisibili si è rafforzata sensibilmente, conseguendo un avanzo di \$2,2 miliardi.

Per quanto riguarda i movimenti di capitali, gli afflussi netti si sono ridotti da \$1,5 miliardi nel 1976 a \$0,1 miliardi nel 1977, soprattutto per effetto di un'inversione di tendenza nei crediti commerciali netti, passati da un afflusso di \$2,1 miliardi a un deflusso di \$0,7 miliardi. La bilancia dei pagamenti italiana si è pertanto chiusa con un avanzo globale di \$2,4 miliardi, contro il disavanzo di \$1,4 miliardi dell'anno precedente. Gli afflussi netti a breve attraverso le banche, che erano ammontati a \$2,3 miliardi nel 1976, sono continuati massicci nel primo semestre dell'anno scorso; a luglio la posizione debitoria netta a breve delle banche italiane è aumentata di altri \$4,3 miliardi, passando a \$7,3 miliardi. Durante il resto dell'anno essa si è nel complesso ridotta di \$0,9 miliardi. Considerando l'intero 1977, la posizione monetaria ufficiale netta dell'Italia è migliorata, escludendo gli effetti della rivalutazione dell'oro, di \$5,8 miliardi, grazie ad un aumento delle attività lorde di \$5,3 miliardi e ad una flessione di \$0,5 miliardi delle passività ufficiali lorde. Questa evoluzione è avvenuta interamente dopo il mese di aprile, quando la politica di mantenere il tasso di cambio con il dollaro in prossimità di lire 880 ha consentito alle autorità di effettuare consistenti acquisti di dollari sul mercato. La flessione nelle passività monetarie ufficiali costituisce il risultato netto di una serie di operazioni: l'Italia ha prelevato, tra marzo e giugno, quasi \$0,3 miliardi sulla linea di credito concordata nel 1974 con la Bundesbank, \$0,5 miliardi dalla CEE e \$0,1 miliardi come prima *tranche* della nuova linea di credito *stand-by* di oltre \$0,5 miliardi concessa dal FMI; nel terzo trimestre ha rimborsato complessivi \$1,1 miliardi al FMI e \$0,5 miliardi alla Bundesbank.

Nel primo trimestre del 1978 la bilancia dei pagamenti dell'Italia è rimasta in attivo, come sta ad indicare il miglioramento di circa \$0,8 miliardi nella posizione monetaria netta sull'estero. Sebbene le riserve lorde siano diminuite di \$0,7 miliardi, le attività ufficiali nette sono aumentate di \$0,3 miliardi in seguito ai cospicui rimborsi di prestiti ufficiali effettuati in marzo, fra cui: \$0,5 miliardi alla Bundesbank, \$0,4 miliardi alla CEE come prima *tranche* di un prestito comunitario a medio termine accordato nel 1974 e \$0,4 miliardi al FMI relativamente ad una linea di credito *stand-by* dello stesso anno.

Anche la Francia ha registrato nel 1977 un forte miglioramento delle partite correnti, con una contrazione del disavanzo da \$6 a 3,2 miliardi. Circa tre quarti di questa variazione hanno riguardato la bilancia commerciale; inoltre si è dimezzato il disavanzo delle partite invisibili, passando a \$0,6 miliardi, grazie a più elevati introiti netti negli scambi di servizi. Essendo aumentati di \$2,5 miliardi gli afflussi netti totali di capitali il saldo globale della bilancia dei pagamenti è migliorato di \$5,3 miliardi, segnando un'eccedenza di \$1,2 miliardi.

Nel 1977 la bilancia commerciale è costantemente migliorata, e il disavanzo è sceso da \$4,8 a 2,6 miliardi. Sulla base dei dati destagionalizzati, risulta che questo disavanzo è stato registrato per due terzi nei primi sei mesi dell'anno. Dato il leggero deterioramento delle ragioni di scambio, alla base di tale miglioramento ve n'è stato uno ancora più pronunciato in termini di volume. In particolare, le importazioni

sono aumentate di meno dell'1%, soprattutto per effetto di politiche di contenimento della domanda interna. E' stato inoltre possibile economizzare sulle importazioni di combustibile con il progressivo venir meno degli effetti negativi della siccità del 1976. Contemporaneamente le esportazioni sono aumentate del 6,5%, ossia ad un ritmo superiore al commercio mondiale, il che sembra indicare che esse abbiano beneficiato del deprezzamento effettivo del franco nel 1976. Gli incrementi maggiori riguardano le esportazioni di prodotti industriali, con vendite particolarmente sostenute al Regno Unito, agli Stati Uniti e ai paesi in via di sviluppo.

Al miglioramento delle partite correnti, si è aggiunto un afflusso netto di capitali di \$4,4 miliardi, più che doppio rispetto ai \$1,9 miliardi dell'anno scorso. I movimenti di capitali a lungo termine hanno contribuito per circa metà a questa variazione con una riduzione dei deflussi netti da \$1,1 miliardi ad una cifra praticamente nulla. Il ricavo netto dei prestiti a lungo termine contratti presso le banche estere è passato da \$1,7 a 2,7 miliardi, mentre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno originato un afflusso netto di \$0,9 miliardi, pressoché doppio rispetto al 1976. Anche l'anno scorso tali afflussi sono stati sopravanzati da deflussi netti nella forma di crediti commerciali a lungo termine pari a \$3,7 miliardi, ossia superiori di \$0,4 miliardi alla cifra del 1976. Gli afflussi a breve, specialmente quelli non identificati, sono aumentati sensibilmente l'anno scorso, passando da \$3 a 4,4 miliardi. Inclusive le rettifiche di valutazione delle riserve diverse dall'oro, i movimenti monetari in contropartita dell'avanzo globale sono stati un aumento di \$0,8 miliardi nelle attività ufficiali nette e una riduzione molto modesta nelle passività nette a breve del sistema bancario.

I dati doganali destagionalizzati, relativi al primo trimestre di quest'anno, fanno ritenere che la bilancia commerciale sia leggermente peggiorata rispetto al quarto trimestre del 1977, pur conservando una posizione di quasi equilibrio. Su base non destagionalizzata il deterioramento, di \$0,7 miliardi, è stato invece alquanto più ampio ed ha condotto ad un disavanzo di \$0,5 miliardi. A ciò si è unito un indebolimento del franco nel periodo precedente le elezioni di marzo. Tuttavia il deflusso di fondi è cessato per effetto di un brusco aumento dei tassi di interesse a breve in febbraio, ed è stato quindi parzialmente compensato da un afflusso nella seconda metà di marzo. Nel corso dell'intero trimestre le attività monetarie ufficiali nette si sono ridotte di meno di \$0,4 miliardi.

L'effetto congiunto di una politica restrittiva all'interno e della crescente importanza del petrolio del Mare del Nord ha fatto passare la bilancia delle partite correnti del *Regno Unito* da un disavanzo per \$2 miliardi ad una posizione praticamente di pareggio per l'intero 1977, che ingloba un avanzo nel secondo semestre. Ancora più importante è stato però il cambiamento nel conto dei movimenti di capitali - dove figurano afflussi netti per \$10 miliardi - originato da un ritorno di fiducia nella sterlina.

L'eliminazione del disavanzo di \$2 miliardi delle partite correnti nel 1976 è stata resa possibile da una riduzione di \$3,1 miliardi del disavanzo commerciale. Il più favorevole andamento della bilancia commerciale è derivato in piccola parte da un miglioramento di circa il 2% nelle ragioni di scambio e per il resto da variazioni in termini di volume, con un aumento del 9,25% nelle esportazioni e di appena il 2,25% nelle importazioni. Escludendo i combustibili, la crescita reale delle esportazioni è stata dell'8%, un risultato apprezzabile ove si consideri il livello depresso

della domanda mondiale. Nonostante il ristagno della domanda interna, la crescita in volume delle importazioni di prodotti diversi dai combustibili è stata di oltre il 6%, compreso un incremento del 13% nelle importazioni di prodotti finiti. L'avanzo delle partite invisibili è ridisceso, dopo la punta di \$4,3 miliardi nel 1976, a \$3,2 miliardi, in quanto le società petrolifere straniere hanno cominciato a trasferire in patria i profitti ricavati con lo sfruttamento dei pozzi del Mare del Nord, mentre è ulteriormente aumentato il flusso di interessi pagati sui prestiti contratti da mutuatari ufficiali e privati.

Nei movimenti di capitali, da un deflusso netto di \$1,5 miliardi nel 1976 si è passati ad un afflusso netto di \$10 miliardi l'anno scorso. Una siffatta ripresa è stata possibile per effetto di un ritorno di fiducia nella sterlina e delle favorevoli condizioni sui mercati dei capitali e dei cambi. Gli investimenti diretti del settore privato hanno dato luogo ad un afflusso netto di \$2,3 miliardi, contro una fuoriuscita netta di \$0,6 miliardi l'anno precedente; gli afflussi netti derivanti da investimenti in titoli, compresi quelli di Stato, sono aumentati da \$1 a 2,8 miliardi; e gli altri movimenti identificati di capitali hanno dato origine, grazie alla loro variazione positiva di \$3,2 miliardi, ad afflussi netti per \$1,1 miliardi. Il saldo attivo nei movimenti di capitali è stato ulteriormente gonfiato dagli afflussi non identificati, che sono aumentati di non meno di \$4 miliardi, passando a \$4,5 miliardi.

Data la posizione di equilibrio delle partite correnti, il Regno Unito ha registrato un avanzo globale di \$10 miliardi, con una variazione positiva di \$13,4 miliardi rispetto al 1976. A questa eccedenza si è sommato un afflusso netto di \$2,2 miliardi attraverso il canale bancario. Esso rappresenta un parziale recupero rispetto al deflusso netto di \$3,2 miliardi registrato nel 1976, sebbene la composizione dei flussi di fondi sia stata del tutto diversa. L'aspetto di maggior rilievo nel 1976 era stata una flessione di \$2,5 miliardi dei saldi ufficiali in sterline; l'anno scorso questi hanno invece presentato solo lievi variazioni, perché un loro tendenziale aumento è stato annullato da un'emissione, in aprile, di obbligazioni di Stato in valuta estera a favore dei detentori ufficiali di sterline, per l'equivalente di \$0,7 miliardi. Per contro, l'aumento del 1977 delle passività nette sull'estero delle banche è risultato, fra l'altro, da un incremento di \$2,6 miliardi nei saldi in sterline detenuti da soggetti privati. Anche le operazioni monetarie ufficiali hanno originato l'anno scorso un afflusso di fondi. Oltre a prelievi per \$2 miliardi sulla linea di credito *stand-by* del FMI, lo Stato ed altri enti del settore pubblico hanno mutuato, su base netta, fondi per \$1,9 miliardi sull'euromercato. Le attività di riserva hanno mostrato un massiccio aumento di \$16,4 miliardi, conseguito quasi per intero nei primi dieci mesi dell'anno, portandosi a \$20,6 miliardi. In termini netti la posizione monetaria ufficiale sull'estero è migliorata di \$11,9 miliardi.

Nel primo trimestre del 1978, il saldo delle partite correnti ha avuto oscillazioni irregolari ed è quindi tornato ad un disavanzo su base destagionalizzata di \$0,4 miliardi, dopo un avanzo di \$0,6 miliardi nei precedenti tre mesi. Le riserve ufficiali sono diminuite di \$0,2 miliardi in seguito a rimborsi netti per \$0,4 miliardi di prestiti contratti nel quadro del sistema di garanzia di cambio. L'incremento tendenziale delle riserve si è comunque arrestato in marzo, quando la sterlina ha cominciato a indebolirsi in termini di cambio effettivo. In aprile, nonostante una variazione positiva nelle partite correnti, passate ad un saldo attivo eccezionale di \$0,6 miliardi, sono stati necessari forti interventi a sostegno del tasso di cambio. Le riserve ufficiali

Paesi sviluppati: posizioni monetarie sull'estero.¹

Paesi	Fine anno	Oro ²	Riserve valutarie nette	Posizioni creditorie e debitorie verso il FMI	Totale attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)	Totale attività sull'estero (al netto)	Variazioni ³	
								Attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)
milioni di dollari USA									
Austria . . .	1976	850	3.005	510	4.365	-2.220	2.145	- 45	- 1.020
	1977	895	2.770	510	4.175	-3.225	950	- 190	- 1.005
Belgio-Lussemburgo	1976	1.780	2.155	1.405	5.340	-2.635	2.705	- 575	- 165
	1977	1.790	2.000	1.440	5.230	-4.845	385	- 110	- 2.210
Canada . . .	1976	880	2.480	1.500	4.860	680	5.540	+ 300	+ 1.035
	1977	935	1.315	1.355	3.605	- 915	2.690	- 1.255	- 1.595
Danimarca .	1976	75	530	170	775	350	1.125	- 75	+ 215
	1977	80	1.320	205	1.605	555	2.160	+ 830	+ 205
Finlandia . .	1976	35	355	- 150	240	- 710	- 470	- 145	- 80
	1977	40	425	- 175	290	- 660	- 370	+ 50	+ 50
Francia . . .	1976	12.840	3.295	1.245	17.380	.	.	- 2.890 ⁴	- 895
	1977	16.720	4.110	1.185	22.015	.	.	+ 785 ⁴	+ 95
Germania . .	1976	4.965	25.935	4.510	35.410	-1.335	34.075	+ 3.495	- 2.655
	1977	4.995	31.195	4.085	40.275	-5.600	34.675	+ 4.865	- 4.265
Giappone . .	1976	860	13.340	1.865	16.065	-14.125	1.940	+ 3.520	- 595
	1977	920	18.785	2.270	21.975	-12.935	9.040	+ 5.910	+ 1.190
Grecia . . .	1976	150	- 145	- 270	- 265	30	- 235	- 55	- 10
	1977	160	- 220	- 200	- 260	40	- 220	+ 5	+ 10
Irlanda . . .	1976	20	1.685	130	1.835	- 520	1.315	+ 305	- 85
	1977	20	2.215	135	2.370	-1.035	1.335	+ 535	- 515
Italia	1976	9.320	- 400	-2.765	6.155	-2.995	3.160	+ 1.265 ⁴	- 2.270
	1977	11.260	4.415	-1.775	13.900	-6.450	7.450	+ 5.820 ⁴	- 3.455
Jugoslavia .	1976	60	1.980	- 360	1.680	.	.	+ 990	.
	1977	65	2.025	- 245	1.845	.	.	+ 165	.
Norvegia . .	1976	40	1.685	390	2.315	- 175	2.140	+ 215	- 40
	1977	45	1.170	400	1.615	230	1.845	- 700	+ 405
Paesi Bassi .	1976	2.295	3.470	1.665	7.430	- 890	6.540	+ 320	- 990
	1977	2.305	3.645	1.845	7.795	-2.230	5.565	+ 365	- 1.340
Portogallo . .	1976	1.125	- 865	- 190	70	30	100	- 1.090	- 220
	1977	1.025	- 1.185	- 290	- 450	- 590	-1.040	- 520	- 620
Regno Unito .	1976	890	- 9.600 ⁵	-1.320	- 10.030	.	.	- 6.540	+ 3.220 ⁴
	1977	940	4.320 ⁵	-3.425	1.835	.	.	+ 11.865	- 2.180 ⁴
Spagna . . .	1976	600	4.240	- 560	4.280	-3.805	475	- 1.040	- 990
	1977	610	5.460	- 635	5.435	-5.390	45	+ 1.155	- 1.585
Stati Uniti . .	1976	11.600	- 91.660 ⁷	6.830	- 73.230	13.865 ⁸	-59.365	- 8.745	+ 8.445
	1977	11.720	-126.015 ⁷	7.575	-106.720	20.180 ⁸	-86.540	-33.490	+ 6.315
Svezia	1976	235	1.805	395	2.435	535	2.970	- 595	- 200
	1977	260	2.935	405	3.590	- 180	3.410	+ 1.155	- 715
Svizzera . . .	1976	3.515	9.255	290	13.060	9.525	22.585	+ 2.600	+ 75
	1977	3.515	9.740	475	13.730	13.515	27.245	+ 670	+ 3.990
Turchia . . .	1976	145	- 2.990	- 370	- 3.215	.	.	- 1.920	.
	1977	155	- 3.480	- 410	- 3.735	.	.	- 520	.

¹ Nella maggior parte dei paesi i dati sopra riportati non corrispondono esattamente a quelli pubblicati. ² In Francia e in Italia, l'oro è valutato a prezzi in linea con il mercato; un terzo dei paesi riportati valuta l'oro a \$42,22 l'oncia; nei restanti paesi l'oro è valutato attraverso i DSP, convertiti in dollari ai tassi correnti dollaro-DSP. ³ La somma delle ultime due colonne corrisponde al saldo globale rettificato della tabella a pagina 77. ⁴ Escluse le variazioni derivanti dalla rivalutazione dell'oro. ⁵ Comprende, come passività, le obbligazioni di Stato denominate in valuta, l'indebitamento della pubblica amministrazione sul mercato eurovalutario ed altri debiti contratti dal settore pubblico nel quadro del sistema di garanzia di cambio. ⁶ Include le variazioni nelle posizioni in valuta delle banche verso non residenti, nei loro crediti in sterline verso non residenti e in tutte le passività in sterline verso non residenti, ufficiali e privati. ⁷ Uguali alle attività in valute convertibili meno le passività verso istituzioni ufficiali straniere, in base ai dati dichiarati dalle banche. ⁸ Crediti a breve delle banche verso stranieri meno le passività a breve verso istituzioni non ufficiali estere.

hanno avuto un calo senza precedenti di \$3,3 miliardi, solo per un terzo dovuto al rimborso di debiti. Fra questi ultimi vi sono stati un riacquisto di sterline dal FMI per \$0,9 miliardi e rimborsi netti per \$0,3 miliardi a fronte di prestiti contratti sul Euromercato.

Nel caso dei *Paesi Bassi*, il saldo attivo di \$2,7 miliardi registrato l'anno precedente nelle partite correnti è quasi svanito, soprattutto a causa del deterioramento del commercio con l'estero. Le esportazioni, soprattutto quelle di prodotti primari diversi dal gas naturale e dal petrolio, si sono ridotte nettamente nel primo semestre, in parte per effetto di una perdita di competitività. Nell'arco dell'intero anno il volume delle esportazioni si è ridotto del 2,25% rispetto al livello del 1976, mentre le importazioni in volume sono aumentate del 2%. Di conseguenza, il saldo commerciale è passato da un'eccedenza di \$1,6 miliardi nel 1976 ad un disavanzo di \$0,5 miliardi.

La quasi totale eliminazione dell'avanzo di parte corrente ha coinciso con una riduzione da \$3,9 a 1,5 miliardi nei deflussi netti di capitali. La forte richiesta di titoli olandesi dall'estero, soprattutto da parte di residenti tedeschi e svizzeri, ha fatto passare il saldo degli investimenti di portafoglio da un modesto deflusso nel 1976 ad un afflusso di \$1,8 miliardi. Poiché la contrazione dell'avanzo di parte corrente è stata pienamente compensata da una flessione nelle esportazioni nette di capitali, il disavanzo globale, pari a \$1,2 miliardi, è stato uguale a quello del 1976. Ove si considerino le variazioni di valutazione, la posizione monetaria esterna netta è peggiorata di appena \$1 miliardo, dato l'afflusso netto di fondi bancari a breve di \$1,4 miliardi e l'aumento di \$0,4 miliardi nelle attività ufficiali nette. Il miglioramento nella posizione monetaria ufficiale ha avuto luogo interamente durante il secondo e il terzo trimestre, quando la forte posizione del fiorino entro il "serpente" ha costretto le autorità ad intervenire. Gli afflussi netti tramite le banche si sono concentrati negli ultimi nove mesi dell'anno, dopo un deflusso netto di \$0,6 miliardi nel primo trimestre.

La bilancia dei pagamenti del *Canada* nel 1977 è stata caratterizzata da una riduzione molto marcata degli afflussi netti di capitali, che ha contribuito a far passare in forte disavanzo la bilancia globale. Per quel che riguarda le partite correnti, le condizioni di relativa vivacità dell'economia degli Stati Uniti hanno prodotto un aumento di \$1,6 miliardi dell'avanzo commerciale, portandolo a \$2,7 miliardi; questo miglioramento è stato però quasi interamente neutralizzato da più elevati esborsi netti nelle partite invisibili, con il risultato che il disavanzo di parte corrente di \$4 miliardi è stato soltanto di poco inferiore a quello dell'anno precedente.

Per quanto riguarda i movimenti di capitali, gli afflussi netti complessivi sono passati da \$4,7 a 1,3 miliardi. Gli afflussi netti a lungo termine, pari a \$4,1 miliardi, si sono ridotti della metà rispetto all'anno precedente. In particolare, le nuove emissioni di obbligazioni canadesi all'estero, al netto dei rimborsi, si sono contratte da \$8,3 a 4,6 miliardi. Sembra che a ciò abbiano contribuito soprattutto un restringimento dei differenziali dei tassi di interesse nei confronti degli Stati Uniti, il minor fabbisogno di finanziamento di alcune province e le incertezze politiche interne. Poiché i deflussi netti di fondi a breve sono rimasti pressoché uguali a quelli del 1976, il saldo globale è passato da un avanzo di \$0,5 miliardi ad un disavanzo di \$2,8 miliardi. Il corrispondente deterioramento della posizione monetaria complessiva sull'estero ha compreso una flessione di \$1,2 miliardi nelle attività nette ufficiali,

riguardante soprattutto le riserve in dollari, e un afflusso netto a breve attraverso le banche per \$1,6 miliardi. La riduzione delle riserve ha avuto luogo per oltre la metà nel primo trimestre dell'anno, quando il dollaro canadese è stato sottoposto a pesanti pressioni sui mercati dei cambi.

Nel 1977 la bilancia delle partite correnti del *Belgio-Lussemburgo* si è chiusa con un disavanzo di \$0,3 miliardi, esattamente uguale a quello dell'anno precedente. Un leggero peggioramento del disavanzo commerciale, portatosi a \$1,1 miliardi, è stato compensato da un aumento nei proventi netti delle partite invisibili. Quanto ai movimenti di capitali, i deflussi netti sono più che raddoppiati (\$1,6 miliardi), soprattutto per effetto di un aumento, da \$0,8 a 1,5 miliardi, dei crediti a lungo termine delle banche concessi all'estero. La corrispondente espansione del disavanzo globale, da \$1 a 1,9 miliardi, ha avuto come principale contropartita monetaria un deterioramento di \$2,2 miliardi nella posizione netta a breve sull'estero delle banche. Viceversa, nonostante oscillazioni talora rilevanti nel corso dell'anno, la posizione monetaria ufficiale netta è peggiorata di appena \$0,1 miliardi. Durante i primi dieci mesi le attività nette ufficiali sono gradualmente aumentate di \$0,6 miliardi; tuttavia in novembre e in dicembre, quando il franco belga è stato oggetto di pressioni nell'ambito della fluttuazione congiunta europea, le autorità sono incorse in passività per \$0,6 miliardi verso il Fondo europeo di cooperazione monetaria, in seguito agli interventi di sostegno. All'inizio del 1978 le pressioni sul franco si sono ridotte, le predette passività sono state estinte e le attività monetarie nette ufficiali hanno ripreso la loro dinamica ascendente.

La posizione delle partite correnti della *Svezia*, già deterioratasi in ciascuno dei tre anni precedenti, è peggiorata per altri \$0,9 miliardi nel 1977, passando a un disavanzo senza precedenti di \$3,3 miliardi. L'aumento del disavanzo di parte corrente è stato ampiamente dovuto a più elevati esborsi netti nelle partite invisibili, in particolare nelle rubriche dei redditi da capitale e dei viaggi all'estero. Se si considera l'intero anno, la bilancia commerciale ha segnato un lieve avanzo di \$0,2 miliardi, ossia la metà di quello dell'anno precedente. Tuttavia l'andamento tendenziale dell'interscambio commerciale si è decisamente modificato dopo la svalutazione del 10% della corona verso la fine di agosto. Un disavanzo commerciale di \$0,3 miliardi nel terzo trimestre è stato seguito da un avanzo di \$0,4 miliardi nel quarto, e il miglioramento è continuato nei primi tre mesi del 1978.

Circa i movimenti di capitali, l'aspetto di maggior rilievo è stato rappresentato dalla decisione governativa di mutuare fondi direttamente all'estero al fine di coprire gli ampi disavanzi nel bilancio statale e nei conti con l'estero. Lo Stato ha potuto raccogliere l'equivalente di \$2 miliardi, con il risultato che gli afflussi netti di capitali a lungo termine sono aumentati da \$0,3 miliardi nel 1976 a \$2,3 miliardi nel 1977. Poiché gli afflussi netti di capitali a breve si sono mantenuti vicini ai livelli dell'anno precedente, l'afflusso complessivo netto di capitali è passato da \$1,7 a 3,8 miliardi. Di conseguenza, il saldo globale si è trasformato da un disavanzo di \$0,7 miliardi in un'eccedenza di \$0,5 miliardi. Vi è stato inoltre un afflusso netto di fondi a breve per \$0,7 miliardi tramite le banche. Pertanto, la posizione monetaria netta ufficiale della Svezia è migliorata nel corso dell'anno di \$1,2 miliardi. I movimenti delle riserve ufficiali hanno peraltro attraversato tre fasi distinte: dopo essere aumentate di \$0,8 miliardi nel periodo antecedente a maggio, le riserve si sono ridotte di \$0,6 miliardi fra giugno e agosto, nonostante un consistente ricorso al credito da parte

dello Stato, in quanto le autorità sono intervenute pesantemente prima della svalutazione della corona in agosto. Nella restante parte dell'anno esse sono aumentate di \$1 miliardo e nei primi quattro mesi del 1978 di ulteriori \$0,5 miliardi.

Gli altri paesi sviluppati (esclusi il Gruppo dei Dieci e la Svizzera), molti dei quali sono alle prese dal 1974 con disavanzi nei pagamenti ostinatamente ampi, hanno registrato lo scorso anno un ulteriore lieve aumento del loro disavanzo complessivo di parte corrente, passato a \$23,4 miliardi. Dietro questo andamento deludente, se si considera l'intero gruppo, si celano pronunciate variazioni, sia positive sia negative, nella posizione dei singoli paesi. Così, tre paesi che per tutto il 1977 hanno osservato una severa politica di contenimento della domanda, hanno registrato notevoli miglioramenti nelle partite correnti. In Spagna il disavanzo è stato ridotto di ben \$2 miliardi, scendendo a \$2,3 miliardi; una flessione di \$1 miliardo nel disavanzo della Finlandia ha condotto le partite correnti ad una posizione di quasi equilibrio; in seguito ad una vistosa variazione di \$3 miliardi, il Sud Africa ha registrato un'eccedenza di \$1 miliardo. Inoltre, Israele è riuscito a dimezzare il suo disavanzo di parte corrente, riducendolo a \$0,5 miliardi. Tuttavia questi miglioramenti sono stati sopravanzati dal netto deterioramento nei saldi delle partite correnti di cinque paesi che, seppure in differente misura, hanno tutti fatto segnare una domanda di importazioni relativamente sostenuta, perdite nelle ragioni di scambio e un deterioramento nelle partite invisibili. I disavanzi dell'Austria e dell'Australia sono raddoppiati, passando a \$3 e 2,7 miliardi rispettivamente; il disavanzo della Norvegia è aumentato di \$1,1 miliardi, raggiungendo la cifra senza precedenti di

**Transazioni di parte corrente dei paesi sviluppati,
ad esclusione del Gruppo dei Dieci e della Svizzera.¹**

Paesi ed aree	Saldo commerciale (fob)			Saldo dei servizi e dei trasferimenti			Saldo delle partite correnti		
	1975	1976	1977	1975	1976	1977	1975	1976	1977
miliardi di dollari USA									
Austria	- 1,39	- 2,54	- 3,79	1,07	1,07	0,82	- 0,32	- 1,47	- 2,97
Danimarca	- 1,31	- 2,88	- 2,66	0,80	0,97	1,01	- 0,51	- 1,91	- 1,85
Finlandia	- 1,53	- 0,58	0,53	- 0,56	- 0,59	- 0,72	- 2,19	- 1,17	- 0,19
Grecia ²	- 2,51	- 2,74	- 3,23	1,44	1,66	1,95	- 1,07	- 1,08	- 1,28
Irlanda	- 0,46	- 0,61	- 0,81	0,44	0,35	0,58	- 0,02	- 0,26	- 0,23
Islanda	- 0,14	- 0,02	- 0,01	0	0	- 0,01	- 0,14	- 0,02	- 0,02
Jugoslavia	- 2,99	- 1,88	- 3,59	1,96	2,05	1,79	- 1,03	0,17	- 1,80
Norvegia	- 2,85	- 3,50	- 3,99	0,37	- 0,29	- 0,94	- 2,48	- 3,79	- 4,93
Portogallo ³	- 1,67	- 2,11	- 2,53	0,85	0,87	1,03	- 0,82	- 1,24	- 1,50
Spagna	- 7,39	- 7,33	- 6,02	3,85	3,03	3,76	- 3,54	- 4,30	- 2,26
Turchia	- 2,84	- 2,60	- 3,60	0,99	0,84	0,20	- 1,85	- 1,95	- 3,40
Europa occidentale	-25,18	-26,79	-29,70	11,21	9,76	9,47	-13,97	-17,03	-20,23
Australia	2,13	2,03	0,91	- 2,75	- 3,45	- 3,58	- 0,62	- 1,42	- 2,67
Nuova Zelanda	- 0,81	- 0,24	- 0,10	- 0,54	- 0,74	- 0,90	- 1,35	- 1,98	- 1,00
Sud Africa	- 0,75	- 0,36	2,30	- 1,73	- 1,81	- 1,30	- 2,48	- 1,97	1,00
Emisfero australe	0,57	1,43	3,11	- 5,02	- 5,80	- 5,78	- 4,45	- 4,37	- 2,67
Israele	- 3,47	- 2,74	- 2,20	1,19	1,71	1,70	- 2,28	- 1,03	- 0,50
Totale	-28,08	-28,10	-28,79	7,38	5,67	5,39	-20,70	-22,43	-23,40

¹ Sulla base dei dati doganali. ² Su base valutaria. ³ Parzialmente su base valutaria.

\$4,9 miliardi, equivalente al 14% del prodotto interno lordo; il disavanzo della Turchia è ulteriormente aumentato di \$1,4 miliardi, passando a \$3,4 miliardi; in Jugoslavia l'eccedenza del 1976 si è dimostrata un fenomeno di breve durata ed ha fatto posto ad un disavanzo di \$1,8 miliardi.

Nonostante l'ampiezza dei loro disavanzi di parte corrente, l'anno scorso pochi di questi paesi hanno incontrato serie difficoltà di finanziamento. Se si considera il gruppo nel suo insieme, il finanziamento si è strutturato grosso modo come nel 1976, nel senso che la maggior parte del disavanzo corrente è stata coperta con il ricorso da parte di soggetti pubblici e privati ai mercati finanziari internazionali. I nuovi crediti lordi concessi complessivamente a questo gruppo dalle banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera e dalle filiali di banche USA operanti nell'area dei Caraibi e in Estremo Oriente hanno raggiunto \$16 miliardi nel 1977, contro i \$14 miliardi dell'anno precedente. Il rimanente finanziamento è consistito soprattutto in afflussi di capitali a breve, essendo stato scarso, a differenza del 1976, il ricorso alle linee di credito del FMI o alle riserve ufficiali. L'anno scorso le riserve ufficiali di questo gruppo di paesi sono anzi complessivamente aumentate di \$1,6 miliardi, anche se gli incrementi hanno riguardato solo un numero abbastanza ristretto di paesi, fra cui la Danimarca, l'Irlanda e la Spagna.

Paesi esportatori di petrolio.

Dopo l'aumento del 1976, l'avanzo delle partite correnti dei paesi esportatori di petrolio è nuovamente calato: con \$34 miliardi, esso è stato inferiore di \$6 miliardi alla cifra dell'anno precedente. Gran parte di questa flessione ha riguardato la bilancia commerciale, il cui avanzo è passato da \$73 a 68 miliardi, soprattutto in seguito a variazioni in termini di volume, dato che le ragioni di scambio del gruppo sono leggermente migliorate. Dal lato delle importazioni, la crescita in volume è rimasta alquanto sostenuta, sebbene essa abbia continuato a rallentare. L'aumento in valore delle importazioni, di oltre un quarto, corrisponde ad un incremento in volume pressoché del 17%, rispetto a quello di quasi il 23% dell'anno precedente. Analogamente al 1976, la crescita più rapida delle importazioni si è avuta nei quattro principali paesi con bassa capacità di importazione, cioè Kuwait, Libia, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti, i cui acquisti all'estero sono aumentati complessivamente del 40% in termini di valore. Per contro, le esportazioni dei paesi petroliferi sono leggermente diminuite in volume, poiché la domanda estera di petrolio è stata rallentata da una concomitanza di fattori, fra cui la situazione di debolezza economica del mondo industriale, la più elevata produzione di petrolio al di fuori dei tradizionali paesi esportatori, l'elevato livello delle scorte di petrolio alla fine del 1976 e gli effetti di provvedimenti tesi a economizzare energia. I dati per il 1977 delle partite correnti dei singoli paesi esportatori di petrolio non sono ancora disponibili; tuttavia, a giudicare da quelli relativi alla bilancia commerciale, pare che diversi paesi con elevata capacità di importazione, fra cui l'Algeria, l'Ecuador, la Nigeria e il Venezuela, abbiano registrato lo scorso anno disavanzi di parte corrente. Di conseguenza, ai paesi con bassa capacità di importazione è ora imputabile una quota ancora più elevata dell'avanzo complessivo dei paesi esportatori di petrolio.

Alla riduzione dell'avanzo aggregato di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio ha fatto riscontro un crescente ricorso all'indebitamento sui mercati finanziari internazionali da parte di alcuni di essi. Globalmente, le loro passività lorde verso

le banche dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera e le filiali di banche statunitensi nei centri *offshore* sono aumentate di \$11,3 miliardi, contro \$9,8 miliardi nel 1976. Inoltre, nel 1977 le emissioni obbligazionarie internazionali dei paesi esportatori di petrolio, ammontate a \$0,8 miliardi, hanno notevolmente superato il livello dell'anno precedente. I principali mutuatari vanno ricercati fra i paesi con elevata capacità d'importazione, quali l'Algeria, l'Ecuador, l'Iran e il Venezuela, sebbene vi siano stati anche casi di crediti ottenuti da importanti paesi eccedentari, come in particolare gli Emirati Arabi Uniti, per finanziare progetti di investimento.

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

	1974	1975	1976	1977
	miliardi di dollari USA			
Depositi bancari e impieghi sul mercato monetario:				
depositi in dollari negli Stati Uniti	4,0	0,6	1,6	0,4
depositi in sterline nel Regno Unito	1,7	0,2	— 1,4	0,3
altri depositi in valuta estera	22,8	9,1	12,6	11,9
buoni del Tesoro negli Stati Uniti e nel Regno Unito	8,0	— 0,5	— 2,2	— 1,0
Totale	36,5	9,4	10,6	11,6
Investimenti a lungo termine:				
accordi bilaterali speciali	11,9	12,4	10,3	11,7
prestiti ad istituzioni internazionali	3,5	4,0	2,0	0,3
titoli di Stato negli Stati Uniti e nel Regno Unito	1,1	2,4	4,4	4,3
altri ²	4,0	7,0	8,5	5,9
Totale	20,5	25,8	25,2	22,2
Totale nuovi investimenti	57,0	35,2	35,8	33,8

¹ Fonte: Banca d'Inghilterra. ² Comprende investimenti azionari e immobiliari negli Stati Uniti e nel Regno Unito e prestiti in valuta.

Il maggiore indebitamento dei paesi esportatori di petrolio significa probabilmente che i loro investimenti, la cui ripartizione stimata appare nella tabella precedente, sono attualmente gonfiati dal rideposito di fondi mutuati. Questo fenomeno, unitamente alle sfasature temporali nel regolamento delle esportazioni petrolifere, può spiegare perché i fondi disponibili per gli investimenti, passati nel 1977 a \$33,8 miliardi, con una contrazione di \$2 miliardi, sono calati meno nettamente delle eccedenze di parte corrente di questi paesi. L'anno scorso si è registrato un leggero aumento della percentuale dei fondi collocati a breve, salita al 34%; i depositi in valuta estera hanno tuttavia continuato a rappresentare la forma principale di investimento. Per il secondo anno consecutivo sono diminuiti gli impieghi diretti a breve negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Fra le operazioni a lungo termine, sono aumentati lievemente gli accordi bilaterali speciali, comprendenti i prestiti a paesi in via di sviluppo, mentre gli investimenti in titoli di Stato negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono rimasti ai livelli del 1976. Per contro, essendo terminate nel 1976 le sottoscrizioni della *oil-facility* del FMI, i prestiti ad istituzioni internazionali sono caduti da \$2 miliardi a quasi zero. Anche le perturbazioni valutarie dell'anno scorso sembrano avere influenzato la configurazione degli investimenti; i fondi direttamente affluiti agli Stati Uniti si sono ridotti di un quarto, passando a \$9 miliardi, con un

rallentamento nel secondo semestre dell'anno. Inoltre, sebbene la maggior parte dei nuovi depositi in valuta effettuati lo scorso anno dai paesi petroliferi abbia continuato ad essere denominata in dollari, vi è stata anche una certa diversificazione verso altre monete, specie negli ultimi mesi dell'anno. Infine, nel 1977 gli investimenti in sterline hanno addirittura mostrato un certo aumento, in netto contrasto con la flessione di quasi \$ 2 miliardi nel 1976.

Paesi in via di sviluppo non petroliferi.

Dopo il forte miglioramento di \$ 10 miliardi nella loro posizione complessiva di parte corrente nel 1976, questi paesi hanno ulteriormente ridotto il loro disavanzo globale di \$ 4 miliardi nello scorso anno, portandolo a \$ 15 miliardi. Questa cifra rappresenta poco più della metà di quella del 1975 e, tenuto conto della crescita nel volume del commercio e nei prezzi, non supera quella degli anni immediatamente precedenti al rincaro del petrolio. La flessione nel disavanzo conseguita fra il 1976 ed il 1977 è tanto più notevole se si tiene conto del costante aumento degli esborsi per interessi sui prestiti contratti all'estero.

L'impatto favorevole dell'andamento sia dei prezzi sia del volume degli scambi sulla bilancia di parte corrente del gruppo in esame si è ridotto sensibilmente fra il 1976 e il 1977; il miglioramento delle ragioni di scambio si è dimezzato passando a 2,5%, mentre l'incremento delle esportazioni in volume è sceso dal 12% ad appena il 5%. La crescita delle importazioni in volume si è anch'essa rallentata, passando a meno dell'1%. Questa cauta espansione della domanda è in gran parte derivata dagli assidui sforzi dei singoli paesi per migliorare i loro conti con l'estero. Infatti, la riduzione del disavanzo aggregato di parte corrente del gruppo è risultata da una flessione ancora maggiore del disavanzo di cinque paesi relativamente più sviluppati che hanno perseguito politiche economiche interne restrittive. Nel 1977, Argentina, Brasile, Messico, Corea del Sud e Formosa hanno migliorato la loro posizione di parte corrente di circa \$ 5 miliardi, riducendo in tal modo dalla metà a circa un terzo la loro quota sul disavanzo complessivo. Gli altri paesi di questo gruppo, specialmente quelli africani, hanno registrato nel 1977 un deterioramento globale di circa \$ 1 miliardo nelle partite correnti.

Quanto al finanziamento dei disavanzi di parte corrente dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, nel 1977 gli afflussi netti complessivi di capitali provenienti da fonti private e ufficiali (escluso il FMI) si sono ridotti di \$ 3 miliardi, passando a \$ 25 miliardi. Poiché è probabile che gli afflussi di fondi ufficiali abbiano continuato a segnare un andamento ascendente, la loro quota sul finanziamento totale deve essere aumentata sensibilmente nel 1977. Dato che una quota maggiore del disavanzo aggregato di parte corrente riguarda attualmente i paesi meno avanzati del gruppo, un maggior ruolo di questo tipo di assistenza finanziaria sembra appropriato. Nello stesso tempo, data la disponibilità di fondi a condizioni allettanti sui mercati finanziari internazionali, l'indebitamento lordo dei paesi in via di sviluppo non petroliferi verso le banche dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera e verso le filiali di banche statunitensi operanti nell'area dei Caraibi e in Estremo Oriente è aumentato lo scorso anno di ulteriori \$ 11 miliardi. In seguito ai fondi mutuati e ad altri afflussi di capitale in eccesso rispetto al fabbisogno di finanziamento, lo scorso anno questi paesi sono stati in grado di effettuare modesti rimborsi netti al FMI e di accrescere rapidamente le loro riserve ufficiali. L'aumento di \$ 9,4 miliardi delle riserve non è stato di molto

inferiore a quello del 1976, e ha ricondotto il rapporto fra le riserve totali dei paesi in via di sviluppo non petroliferi e le loro importazioni complessive ad un livello prossimo a quello prevalente prima del rincaro del petrolio.

Paesi ad economia pianificata.

Nel 1977 il disavanzo commerciale complessivo del gruppo di paesi ad economia pianificata si è ridotto per il secondo anno consecutivo, scendendo ad appena \$1 miliardo, dato che la maggior parte di questi paesi ha proseguito gli sforzi volti a ridurre l'aumento delle loro posizioni debitorie in monete forti. Non sono disponibili dati particolareggiati sulle transazioni invisibili di questi paesi, ma è probabile che l'aumento nel pagamento netto degli interessi da parte dei paesi dell'Europa orientale — stimato ad un totale di circa \$2 miliardi nel 1977 — abbia impedito che la flessione del disavanzo commerciale si rispecchiasse pienamente nel saldo delle partite correnti.

Verso i paesi occidentali sviluppati, lo scorso anno il disavanzo commerciale dell'Europa orientale si è ridotto di oltre \$2 miliardi, passando a \$6 miliardi; ad eccezione dell'Ungheria e della Romania, tutti i paesi hanno conseguito risultati migliori, compresa una forte riduzione dei disavanzi della Polonia e dell'Unione Sovietica. Le politiche volte a ricondurre il commercio con i paesi occidentali sviluppati ad una posizione più equilibrata hanno agito sia sulle importazioni che sulle esportazioni. Il mantenimento al livello del 1976 delle importazioni misurate in dollari ha comportato una loro significativa riduzione in termini di volume; i nuovi incentivi per stimolare le vendite all'estero non sono stati però sufficienti a compensare gli effetti avversi del rallentamento dell'attività economica in Occidente, cosicché le esportazioni sono aumentate del 10% in termini nominali, il che fa pensare ad una scarsa variazione in volume. Per contro, in base alle informazioni disponibili, sarebbe stato assai sostenuto l'interscambio fra gli stessi paesi dell'Europa orientale, come anche le loro esportazioni verso i paesi in via di sviluppo. A ciò può aver contribuito la crescente attuazione di schemi di regolamento multilaterale, sia nell'ambito dell'area in questione, sia nelle transazioni con i paesi in via di sviluppo. Infine, si stima che l'avanzo commerciale della Cina sia ancora leggermente aumentato nel 1977, portandosi a \$1,8 miliardi. Tale saldo, che ingloba un forte disavanzo di \$1,2 miliardi con i paesi sviluppati ad economia di mercato, è stato più che compensato dalle ampie eccedenze registrate nei confronti dei paesi in via di sviluppo.

Per quanto riguarda il finanziamento dei disavanzi commerciali dei paesi dell'Europa orientale, si possono individuare due importanti elementi. Anzitutto, come indicato nel Capitolo VI, vi sono state forti vendite di oro da parte dell'Unione Sovietica. Nel 1977 queste vendite, equivalenti a circa \$1,8 miliardi, sono state sufficienti a coprire i quattro quinti del disavanzo commerciale sovietico con i paesi sviluppati ad economia di mercato. Ciò ha rappresentato un forte incremento — attribuibile soprattutto all'aumento del prezzo dell'oro — rispetto alle vendite del 1976, stimate in \$1,4 miliardi, cioè in un terzo circa del disavanzo commerciale dell'Unione Sovietica. In secondo luogo, nel 1977 i paesi dell'Europa orientale hanno aumentato di altri \$4 miliardi la loro posizione debitoria netta nei confronti delle banche occidentali. Quanto alla Cina, la principale contropartita del suo avanzo commerciale è individuabile nel sensibile aumento di \$1 miliardo nelle attività nette verso le banche dell'Occidente.

V. I MERCATI INTERNAZIONALI DEL CREDITO E DEI CAPITALI.

Il 1977 è stato un altro anno di forte espansione dei mercati finanziari internazionali. Nonostante una decelerazione della ripresa economica mondiale, una più lenta espansione degli scambi internazionali e un decrescente fabbisogno di finanziamento delle bilance dei pagamenti, il volume complessivo in termini di dollari del credito netto in essere, proveniente dal settore bancario internazionale e dai mercati obbligazionari internazionali, si stima possa essere aumentato di circa \$100 miliardi, ovvero di un importo approssimativamente uguale a quello del 1976. Tuttavia, per l'effetto di creazione di liquidità esercitato dal disavanzo con l'estero degli Stati Uniti, l'espansione dei mercati è stata determinata in misura crescente dall'offerta. Si è inasprita la concorrenza tra le banche nella ricerca di nuovi impieghi ed i margini di intermediazione sono stati talora compressi a livelli che difficilmente possono essere considerati giovevoli alla stabilità del mercato nel suo insieme.

Le attività sull'estero delle banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera e delle filiali di banche statunitensi operanti nei centri *offshore* sono aumentate di \$109 miliardi in dollari correnti, passando ad un totale di \$657 miliardi. Queste cifre comprendono un consistente volume di fondi ridepositati nell'ambito delle stesse banche dichiaranti. Ove si escluda la duplicazione contabile derivante da questo tipo di attività interbancaria, si può stimare che il credito internazionale "netto" delle banche sia aumentato di \$75 miliardi - a fronte di \$70 miliardi circa nel 1976 - passando ad un totale di \$405 miliardi. La leggera accelerazione rispetto all'anno precedente è però più apparente che reale. L'apprezzamento nel 1977 del marco tedesco, del franco svizzero, dello yen e di altre valute di largo impiego nelle operazioni bancarie internazionali ha considerevolmente accresciuto il valore in dollari delle posizioni delle banche in queste monete. L'effetto di queste variazioni di valutazione sull'espansione netta del credito bancario internazionale, espressa in dollari, può essere valutato in oltre \$10 miliardi, mentre per il 1976 pare aver inciso per soli \$5 miliardi.

Contrariamente a quanto è avvenuto nel 1976, quando i crediti concessi all'estero dalle banche operanti negli Stati Uniti o nei centri *offshore* dei Caraibi erano stati l'elemento più dinamico dell'attività bancaria internazionale, nel 1977 l'espansione è stata particolarmente forte nei centri europei. Le banche degli otto paesi europei dichiaranti hanno partecipato con il 74% all'incremento totale delle attività esterne di tutte le banche dichiaranti, mentre per il 1976 la loro quota era stata "solo" del 53%. La rinnovata preminenza dei centri europei si è anche rispecchiata nell'andamento della "dimensione netta" del mercato eurovalutario in senso stretto. Escludendo le duplicazioni contabili dovute al rideposito di fondi fra le stesse banche dichiaranti, ma comprendendo le operazioni in valuta delle banche con i residenti non bancari, si stima che il volume dell'eurocredito intermediato dalle banche situate nei paesi europei dichiaranti è aumentato di \$53 miliardi, raggiungendo un totale in essere di \$300 miliardi.

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

Mutuanti	Variazioni			Ammontare in essere 1977
	1975	1976	1977	
	miliardi di dollari USA			
Banche nei paesi europei del Gruppo dei Dieci e in Svizzera	+ 50,5	+ 55,7	+ 80,6	433,6
di cui in valuta estera (Euromercato)	+ 42,9	+ 47,2	+ 68,5	373,8
Banche in Canada e Giappone	— 0,3	+ 4,8	+ 0,8	39,8
Banche negli Stati Uniti	+ 13,6	+ 21,3	+ 11,5	92,6
Filiali di banche USA nei centri offshore ¹	+ 15,0	+ 23,8	+ 16,4	91,3
Totale (tutte le banche dichiaranti)	+ 78,8	+ 105,6	+ 109,3	657,3
meno: duplicazioni contabili derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante	38,8	35,6	34,3	252,3
A = Incremento netto del credito bancario internazionale ²	40,0	70,0	75,0	405,0
Emissioni di euroobbligazioni e di obbligazioni estere .	22,8	34,3	35,0	.
meno: rimborsi e riacquisti	3,3 ³	4,3 ³	5,5 ³	.
B = Incremento netto del finanziamento internazionale mediante obbligazioni	19,5	30,0	29,5	.
A+B = Incremento del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni . .	59,5	100,0	104,5	.
meno: duplicazioni contabili ⁴	2,5 ³	3,5 ³	4,5 ³	.
Incremento netto del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni	57,0	96,5	100,0	.

¹ Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ² Oltre ai crediti diretti concessi ad utilizzatori finali, queste stime comprendono alcune posizioni interbancarie: anzitutto, crediti verso banche esterne all'area dichiarante, cioè esterne ai centri finanziari e offshore, ipotizzandosi che queste banche "periferiche" nella maggior parte dei casi non 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 dell'area dichiarante; viene fatta tuttavia una deduzione per i saldi operativi e voci analoghe. Mentre non può escludersi in queste stime il persistere in certa misura di duplicazioni contabili, occorre notare d'altra parte che le statistiche presentano lacune e che le cifre di cui si dispone attualmente non coprono il totale del credito bancario internazionale. ³ Queste cifre sono basate su stime molto approssimative e vengono qui inserite soprattutto a titolo indicativo. Ma, per quanto il margine di errore sia elevato in rapporto all'entità delle cifre, è improbabile che esse alterino in modo significativo il totale netto del nuovo finanziamento internazionale. ⁴ Obbligazioni 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.

Per carenza di dati esaurienti, le cifre dianzi riportate circa il volume complessivo dell'attività bancaria internazionale non comprendono le posizioni di tutte le banche operanti nei centri *offshore*, ma bensì solo quelle relative alle filiali di banche statunitensi situate nei Caraibi e nell'Estremo Oriente. Comunque, si può senz'altro affermare che anche questo settore del mercato ha continuato ad espandersi vivacemente. Le suddette cifre inoltre non comprendono il Bahrain, dove le attività delle banche *offshore* sono aumentate di \$9,5 miliardi, ossia di oltre il 150%, raggiungendo un totale di \$15,7 miliardi.

Passando ad esaminare i mercati obbligazionari internazionali, le nuove emissioni sono ammontate a \$35 miliardi superando quindi leggermente il livello già

assai elevato del 1976. Questo sostenuto andamento è dovuto alla esuberanza del mercato eurobligazionario, dove il totale delle nuove emissioni è passato da \$15,4 miliardi nel 1976 a \$19,4 miliardi, cifra più che quadruplicata rispetto al livello raggiunto nella fase di minimo ciclico del 1974; se si escludono i collocamenti privati, il volume delle emissioni è stato addirittura dieci volte superiore a quello del 1974. Le emissioni estere sui mercati nazionali non hanno eguagliato i risultati del 1976, essendo scese da \$18,9 a 15,6 miliardi. Tale contrazione non è derivata da una minore ricettività dei mercati in generale, ma ha prevalentemente rispecchiato una riduzione delle emissioni canadesi negli Stati Uniti e di quelle delle istituzioni internazionali.

I fattori di maggior rilievo.

Nonostante la continuità dell'espansione, il 1977 è stato per taluni aspetti un anno di transizione e di trasformazione. Alla fine del 1976 vi era stata una certa inquietudine, essenzialmente ispirata da ragioni di cautela, circa l'esposizione delle banche nel finanziamento delle bilance dei pagamenti e circa la solidità della posizione finanziaria dei paesi debitori. Alla fine del 1977 il centro dell'attenzione si è spostato sulle questioni macro-economiche, ed in particolare sul ruolo svolto dai mercati finanziari internazionali nell'instabilità dei tassi di cambio e nella creazione di liquidità internazionale.

I principali fattori che hanno contribuito a questa evoluzione della problematica sono stati il forte deterioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e le eccedenze decrescenti dei paesi OPEC. Nel 1976 la scomparsa dell'avanzo nelle partite correnti americane, insieme ad un elevato ammontare di crediti all'estero delle banche negli Stati Uniti, aveva già condotto a rilevanti acquisizioni di riserve nei paesi importatori di petrolio. Nel 1977, tuttavia, il passaggio del saldo delle partite correnti degli Stati Uniti ad un pesante passivo, in concomitanza con forti deflussi di fondi non bancari, ha comportato che, pur senza alcun incremento nelle attività nette sull'estero delle banche statunitensi, i fondi disponibili sui mercati finanziari internazionali superassero il fabbisogno di finanziamento delle bilance dei pagamenti nel resto del mondo.

Di fatto, il disavanzo della bilancia dei pagamenti americana ha influito sulle condizioni dei mercati finanziari internazionali su due fronti: contribuendo, da un lato, a ridurre la domanda di finanziamento delle bilance dei pagamenti, dall'altro, ad aumentare l'offerta di fondi disponibili per l'attività creditizia internazionale.

Dal lato della domanda, la concomitanza di un disavanzo di \$20 miliardi nella bilancia delle partite correnti degli Stati Uniti e di una flessione di \$6 miliardi nell'eccedenza dei paesi OPEC ha necessariamente comportato un corrispondente miglioramento nel saldo delle partite correnti degli altri paesi importatori di petrolio. Da un disavanzo complessivo di parte corrente di \$4 miliardi nel 1976 gli altri paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera sono passati ad un avanzo di oltre \$10 miliardi. Il disavanzo aggregato dei paesi in via di sviluppo, che da \$29 miliardi nel 1975 era calato a \$19 miliardi nel 1976, è ulteriormente sceso a \$15 miliardi, livello al quale ha potuto essere pienamente compensato da afflussi di fondi non bancari. Di conseguenza, in evidente contrasto con gli anni precedenti, questi paesi sono diventati nel complesso fornitori netti di fondi alle banche sui mercati internazionali. Anche

i paesi dell'Europa orientale sono riusciti a ridurre, di una cifra stimata in \$3-4 miliardi, il disavanzo delle loro partite correnti.

Dal lato delle fonti dei mercati finanziari internazionali, il disavanzo americano ha influito in vari modi sull'offerta di nuovi fondi. Innanzi tutto, ha avuto come contropartita forti acquisizioni ufficiali di valuta da parte degli altri paesi importatori di petrolio, in buona parte ricollocate sui mercati non statunitensi, in particolare sull'euromercato e, in misura minore, sui mercati obbligazionari internazionali. In secondo luogo, tale disavanzo ha contribuito a creare condizioni più distese nei mercati monetari degli altri paesi importatori, soprattutto di quelli con eccedenze nei conti con l'estero, intensificando così l'afflusso di fondi privati ai mercati finanziari internazionali. Inoltre, per contrastare inopportune spinte al rialzo dei tassi di cambio o per ridurre la necessità di interventi ufficiali sui mercati valutari, le stesse autorità dei paesi eccedentari hanno avuto la tendenza ad incoraggiare l'esportazione di fondi da parte delle proprie banche commerciali. Infine, la rapidità con cui taluni paesi debitori sono stati in grado di migliorare le bilance dei pagamenti e le posizioni di riserva è stata di per sé un importante fattore che ha incitato le banche alla concessione di ulteriori crediti.

In aggiunta a questi influssi diretti ed indiretti del disavanzo degli Stati Uniti, diversi altri fattori hanno contribuito a stimolare l'afflusso di fondi ai mercati finanziari internazionali. Uno di questi è stata la persistente debolezza dell'attività di investimento in alcuni dei maggiori paesi industriali. Poiché la domanda interna di credito è rimasta corrispondentemente debole, le banche di questi paesi hanno cercato di reimpiegare all'estero i fondi per i quali non erano in grado di trovare sbocchi remunerativi sul mercato interno. Inoltre, la riluttanza ad investire, associatasi in alcuni casi ad una migliorata situazione di *cash flow*, ha fatto sì che in questi paesi anche il settore non bancario disponesse di fondi in eccedenza, che hanno trovato in buona parte collocamento sui mercati delle emissioni internazionali e presso le banche internazionali. Data la rilevante dimensione unitaria delle loro operazioni e l'alto grado di libertà rispetto agli obblighi di riserva, le banche operanti sui mercati internazionali hanno potuto offrire ai grossi depositanti condizioni più favorevoli di quelle che potevano praticare le banche sui mercati nazionali. Infine, i paesi OPEC hanno continuato ad essere importanti fornitori di nuovi fondi ai mercati internazionali.

Con il ridurre il fabbisogno di finanziamento delle bilance dei pagamenti di altri paesi importatori di petrolio e con l'aumentare contemporaneamente l'offerta di fondi disponibili sui mercati internazionali, il disavanzo degli Stati Uniti, unitamente agli altri fattori di espansione dal lato dell'offerta di fondi, ha contribuito a determinare sui mercati creditizi condizioni assai favorevoli ai mutuatari. Fortunatamente, almeno dal punto di vista dei mutuanti, la domanda di finanziamento internazionale si è dimostrata decisamente elastica.

Innanzi tutto, il miglioramento nelle bilance dei pagamenti che ha fatto riscontro al deterioramento di quelle dei paesi OPEC e degli Stati Uniti non si è ripartito uniformemente tra i vari paesi. I paesi sviluppati esterni al Gruppo dei Dieci, rimasti in forte disavanzo, hanno continuato a dipendere pesantemente dal finanziamento sull'euromercato, e così pure per i paesi dell'Europa orientale è continuata la necessità di attingere fondi dai mercati finanziari occidentali. Anche nell'ambito delle

economie in via di sviluppo, la cui bilancia aggregata delle partite correnti ha manifestato un sostanziale miglioramento, diversi paesi hanno continuato a dipendere dall'apporto finanziario dei mercati internazionali. In aggiunta, i paesi OPEC, che già nel 1976 avevano notevolmente accresciuto il loro indebitamento, sono rimasti forti prenditori di fondi, in parte per effetto della contrazione delle loro eccedenze di parte corrente, in parte per premunirsi in vista di futuri disavanzi dei conti con l'estero ed in parte infine per finanziare grossi progetti di investimento all'interno.

Inoltre, la domanda di credito degli altri paesi non è solo dipesa dalle esigenze di finanziamento delle partite correnti. Negli anni successivi al rincaro del petrolio si era assistito ad un forte deterioramento nella posizione finanziaria internazionale di numerosi paesi importatori di petrolio. Alcuni di essi non erano stati in grado di finanziare tutta la spesa addizionale per il petrolio mediante l'indebitamento all'estero, e nel 1976 le loro riserve erano ormai scese a livelli minimi. Anche per molti di quei paesi deficitari che avevano evitato perdite di riserve, la maggiore spesa per importazioni e l'instabilità congiunturale nella domanda esterna dei loro prodotti, contrapposta alla rigidità degli oneri finanziari sempre più pesanti connessi al servizio del debito verso l'estero, avevano fatto ritenere necessaria una maggiore dotazione di riserve. Questi paesi erano pertanto ansiosi di approfittare delle favorevoli condizioni sui mercati finanziari internazionali per ricostituire e consolidare con i fondi mutuati le proprie riserve lorde.

In aggiunta a queste varie forme di indebitamento ufficiale o ufficialmente incoraggiato, vi è stata la consueta domanda di fondi per il finanziamento di grossi progetti di investimento, per ragioni di liquidità e per altri scopi tradizionali. Inoltre, il costo relativamente inferiore degli eurocrediti ha indotto a ricorrervi massicciamente anche i residenti di paesi eccedentari. Infine, operazioni di copertura a termine ed operazioni puramente speculative, connesse alle incertezze sull'andamento dei tassi di cambio, hanno contribuito a gonfiare, specie nella seconda metà dell'anno, l'offerta e la domanda di fondi eurovalutari.

Data l'abbondanza nell'offerta di nuovi fondi, la domanda, per quanto reattiva, non è tuttavia stata sufficiente ad impedire un'ulteriore distensione del mercato creditizio. Proseguendo una tendenza già manifestatasi nell'ultima parte del 1976, la contesa per accaparrarsi i mutuatari di prim'ordine ha sospinto in taluni casi a soli $\frac{5}{8}$ di punto percentuale il premio sul *LIBOR* applicato dalle banche; anche nel caso di taluni paesi mutuatari di più basso affidamento i margini di intermediazione sono scesi a livelli che difficilmente hanno consentito alle banche un sufficiente accantonamento di riserve a copertura dei rischi d'insolvenza. Per le banche la situazione è stata resa più difficile dalla tendenza dei loro debitori a trarre vantaggio dalla situazione propizia del mercato per rifinanziarsi a condizioni più favorevoli. E questi hanno potuto farlo senza eccessivi oneri, in quanto le penalizzazioni previste per i rimborsi anticipati erano state negoziate in un momento in cui le banche non avevano previsto l'insorgenza di un mercato con predominio dei mutuatari. Inoltre, si è accresciuto il numero dei soggetti e dei paesi mutuatari ammessi al credito, le scadenze dei mutui hanno manifestato la tendenza ad allungarsi, e sono di nuovo aumentati gli importi medi dei singoli prestiti.

Il disavanzo della bilancia dei pagamenti americana è stato anche uno dei fattori che ha contribuito a ridurre notevolmente nel 1977 la quota delle banche degli Stati Uniti nella concessione di nuovi crediti bancari internazionali. Alimentando la

creazione di liquidità all'estero e determinando condizioni assai distese sui mercati internazionali in un momento in cui i tassi a breve negli Stati Uniti stavano cominciando a salire, il disavanzo americano ha concorso a rendere meno attraenti per le banche statunitensi gli impieghi sull'estero. Un altro fattore frenante è stata la crescente preoccupazione delle autorità, nell'ultima parte del 1976, circa i rischi connessi all'esposizione delle banche americane a livello internazionale; per giunta alcune fra queste possono essersi trovate prossime ai limiti che esse stesse si erano poste nella concessione di crediti a singoli paesi. Di conseguenza, la posizione di preminenza nell'attività creditizia internazionale è stata in certa misura assunta dalle banche dei paesi eccedentari, come la Germania, dove lo scorso anno la ripresa economica interna stava indebolendosi e dove i tassi di interesse stavano ulteriormente calando. Rispetto alle concorrenti americane, le banche di questi paesi presentavano alla fine del 1976 un'esposizione a rischi d'insolvenza sul piano internazionale ancora relativamente modesta. Essendo debole la domanda interna di credito, tali banche hanno cercato di realizzare all'estero quella espansione dei profitti e del volume di attività che non potevano conseguire nel loro paese, contribuendo in tal modo a comprimere i margini di intermediazione ad un livello difficilmente accettabile per le banche che si trovassero in una posizione meno favorevole.

Tali sviluppi sono rispecchiati dall'andamento delle attività esterne delle banche statunitensi, la cui espansione è scesa da \$11,7 miliardi nei primi nove mesi del 1976 a soli \$2,6 miliardi nel corrispondente periodo del 1977. Tenendo conto dell'aumento delle loro passività sull'estero, le banche americane sono passate da esportazioni nette di fondi per \$6,6 miliardi ad acquisizioni nette per circa \$0,8 miliardi, compensando in tal modo una parte notevole del deterioramento del disavanzo delle partite correnti. Se fosse continuata la fiducia nel dollaro, l'ampliamento in favore degli Stati Uniti dei differenziali dei tassi di interesse avrebbe certamente incoraggiato un costante afflusso di fondi bancari, assorbendo così parte della liquidità in eccesso sui mercati dei capitali e finanziando parzialmente il disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti. Viceversa, l'ondata di sfiducia nei confronti del dollaro nell'ultimo trimestre del 1977 ha fatto sì che i differenziali dei tassi di interesse divenissero irrilevanti rispetto ai guadagni od alle perdite potenziali derivanti da movimenti nei tassi di cambio. La conseguente domanda di dollari per coperture a termine o per fini immediatamente speculativi, oltre all'influsso delle operazioni di fine anno, ha nuovamente determinato un'ingente fuoriuscita di fondi attraverso il sistema bancario americano, protrattasi nei primi mesi del 1978 in netto contrasto con il consueto andamento stagionale. Tale deflusso, ammontato a circa \$8,5 miliardi (al netto dell'aumento delle passività bancarie esterne) nei quattro mesi che vanno dall'ottobre del 1977 al gennaio del 1978, ha accentuato la pressione al ribasso sul dollaro ed ha ancor più accresciuto la liquidità sui mercati finanziari internazionali.

La distribuzione geografica dei flussi bancari internazionali.

La tabella a pagina 98 intende offrire un quadro generale delle fonti e degli impieghi dei fondi bancari internazionali, riportando le posizioni creditorie e debitorie delle banche dichiaranti verso singoli paesi o gruppi di essi. Tuttavia, le posizioni delle banche verso i paesi del Gruppo dei Dieci e i centri *offshore* riflettono per lo più il ruolo di questi paesi come sedi del mercato e non possono quindi essere

assunte, in genere, ad indice della loro importanza come fornitori primari e utilizzatori finali di fondi bancari. Pertanto, l'interesse di questa tabella sta soprattutto nell'informazione che essa fornisce sulle posizioni delle banche dell'area dichiarante verso i paesi esterni ad essa.

**Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta,
delle banche nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera e delle filiali
offshore di banche USA.¹**

	1975 dicembre	1976 dicembre	1977			
			marzo	giugno	settembre	dicembre
in miliardi di dollari USA						
Posizioni creditorie						
<i>delle banche verso:</i>						
Gruppo dei Dieci e Svizzera . . .	235,1	269,5	264,4	272,9	282,2	319,7
<i>di cui: Area europea dichiarante . .</i>	<i>165,4</i>	<i>192,7</i>	<i>187,4</i>	<i>197,8</i>	<i>201,7</i>	<i>239,6</i>
Stati Uniti	30,7	33,3	33,6	34,0	40,2	39,1
Canada	7,1	9,4	10,5	10,9	11,3	11,6
Giappone	31,9	34,1	32,9	30,2	29,0	29,4
Centri bancari offshore ²	61,9	83,5	84,8	88,9	89,4	97,8
Altri paesi dell'Europa occidentale	31,8	42,7	44,0	48,0	51,8	56,5
Australia, Nuova Zelanda e						
Sud Africa	9,0	11,8	12,0	12,3	12,7	13,7
Europa orientale	21,6	28,8	28,2	29,6	30,1	32,9
Paesi esportatori di petrolio . . .	14,3	24,1	26,1	29,7	31,9	35,4
Paesi in via di sviluppo						
non petroliferi	63,0	80,9	80,8	83,4	86,5	92,2
<i>di cui: America Latina³</i>	<i>43,5</i>	<i>57,4</i>	<i>57,1</i>	<i>58,3</i>	<i>60,3</i>	<i>64,0</i>
Medio Oriente	3,3	4,4	4,0	4,1	4,2	4,6
Altri paesi dell'Asia	12,9	14,7	15,1	16,1	17,1	18,1
Altri paesi dell'Africa	3,3	4,4	4,6	4,9	4,9	5,5
Partite non classificate ⁴	5,7	6,7	6,7	7,4	7,8	9,1
Totale	442,4	548,0	547,0	572,2	592,4	657,3
Passività delle banche verso:						
Gruppo dei Dieci e Svizzera . . .	270,1	319,6	316,0	332,0	340,0	384,0
<i>di cui: Area europea dichiarante . .</i>	<i>209,1</i>	<i>240,5</i>	<i>233,6</i>	<i>246,9</i>	<i>252,5</i>	<i>290,3</i>
Stati Uniti	42,0	56,3	60,0	65,8	68,1	73,9
Canada	9,9	12,6	13,3	12,2	12,6	12,5
Giappone	9,1	10,2	9,1	7,1	6,8	7,3
Centri bancari offshore ²	40,8	56,0	57,0	61,7	65,8	71,1
Altri paesi dell'Europa occidentale	31,1	32,6	29,8	30,5	33,9	38,7
Australia, Nuova Zelanda e						
Sud Africa	2,1	2,4	2,0	2,4	2,7	2,4
Europa orientale	6,3	7,6	5,6	5,5	6,0	7,8
Paesi esportatori di petrolio . . .	51,8	64,2	68,0	72,7	73,1	77,6
Paesi in via di sviluppo						
non petroliferi	37,0	49,8	51,8	54,6	58,0	62,7
<i>di cui: America Latina³</i>	<i>16,3</i>	<i>22,3</i>	<i>22,1</i>	<i>22,7</i>	<i>23,7</i>	<i>25,9</i>
Medio Oriente	6,0	7,3	7,6	8,2	9,4	10,1
Altri paesi dell'Asia	10,6	14,9	16,0	17,8	18,6	20,0
Altri paesi dell'Africa	4,1	5,3	6,1	5,9	6,3	6,7
Partite non classificate ⁴	8,9	11,7	11,4	12,3	13,5	14,0
Totale	448,1	543,9	541,6	571,7	593,0	658,3

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

¹ Filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. Dal settembre 1977 queste cifre comprendono anche le filiali di banche USA nel Libano, sebbene i relativi importi siano molto modesti. ² Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, Indie occidentali, Isole Cayman, Libano, Liberia, Nuove Ebridi, Panama, Singapore. ³ Comprende i paesi dell'area del Caraibi che non possono essere considerati centri bancari offshore. ⁴ Comprende le istituzioni internazionali eccetto la BRI.

Le posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso residenti bancari e non bancari dell'area esterna sono aumentate lo scorso anno pressoché di \$45 miliardi, rispetto ad un importo di circa \$50 miliardi nel 1976. L'aspetto forse più rilevante

è stato il pronunciato rallentamento, da quasi \$18 miliardi nel 1976 a \$11,3 miliardi, nel nuovo credito ai paesi in via di sviluppo non petroliferi. Nello stesso tempo i nuovi depositi effettuati da questi paesi, fortemente aumentati nel 1976, hanno continuato ad espandersi a ritmo sostenuto, salendo di \$12,9 miliardi. Di conseguenza, i paesi in via di sviluppo non petroliferi, che si erano indebitati nei tre anni dal 1974 al 1976 per un importo netto di quasi \$30 miliardi, sono diventati lo scorso anno fornitori netti di nuovi fondi, nella misura di \$1,6 miliardi, al mercato bancario internazionale, un capovolgimento di posizione che deve aver sorpreso anche i più ottimistici osservatori della scena finanziaria internazionale. Ciò lascerebbe supporre che, nonostante i molti dubbi, l'attività creditizia internazionale delle banche non ha scoraggiato seri tentativi di aggiustamento delle bilance dei pagamenti. In effetti, proprio quei paesi in via di sviluppo che erano stati i maggiori prenditori di fondi dal settore bancario internazionale sembra abbiano conseguito nel 1976 e 1977 il più cospicuo miglioramento nei saldi di parte corrente (vedasi Capitolo IV).

Il rallentamento registrato lo scorso anno nel nuovo credito ai paesi in via di sviluppo non petroliferi va integralmente ascritto alle banche negli Stati Uniti e alle filiali di queste nei centri *offshore*. Un certo aumento, da circa \$6,6 a 7,3 miliardi, hanno presentato i nuovi crediti concessi dalle banche situate negli altri paesi del Gruppo dei Dieci (comprese le affiliate di banche statunitensi in questi paesi). La ridotta partecipazione delle banche statunitensi va parzialmente ricondotta ad una decelerazione nella domanda di credito dell'America Latina (esclusi i paesi membri dell'OPEC) dove quelle banche svolgono solitamente il ruolo di principali prestatori. Di conseguenza, le posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso quest'area hanno presentato un'espansione di "soli" \$6,6 miliardi a fronte di \$13,9 miliardi nel 1976. I nuovi crediti al Brasile sono scesi da circa \$6,5 miliardi nel 1976 a \$1,7 miliardi e quelli al Messico da circa \$4,5 a 1,5 miliardi. Ciò significa che i crediti concessi nel 1977 ai paesi in via di sviluppo si sono distribuiti in modo più omogeneo che nei precedenti anni - allorché Brasile e Messico avevano assorbito da soli almeno metà del nuovo credito complessivo - anche se hanno continuato a riguardare una cerchia piuttosto ristretta di paesi relativamente più sviluppati. Sono inoltre calati i nuovi crediti ai paesi non petroliferi del Medio Oriente, mentre quelli agli "Altri paesi dell'Asia" in via di sviluppo sono cresciuti da \$1,8 a 3,4 miliardi.

L'espansione di \$12,9 miliardi nelle passività delle banche dichiaranti verso i paesi in via di sviluppo si è ripartita in modo abbastanza diffuso. Su tale cifra, la quota dell'America Latina (\$3,6 miliardi) è stata molto inferiore alla rispettiva quota sulle attività. Su base netta quindi, il gruppo di paesi appartenenti a quest'area è stato il solo prenditore di fondi, mentre i paesi in via di sviluppo in altre aree sono stati fornitori netti al settore bancario internazionale. Va aggiunto che il volume complessivo di nuovi depositi (\$23,7 miliardi) che le banche dichiaranti hanno ricevuto negli ultimi due anni dai paesi in via di sviluppo non petroliferi si raffronta ad un contemporaneo incremento di \$20,3 miliardi nelle disponibilità ufficiali in valuta di questi paesi.

Il ruolo di principali prenditori di fondi in precedenza svolto dai paesi in via di sviluppo è stato assunto nel 1977 dai paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci con persistenti, ampi disavanzi di parte corrente. I nuovi crediti verso questi paesi sono aumentati da \$13,7 miliardi nel 1976 a \$15,7 miliardi, mentre i nuovi depositi provenienti da essi sono balzati da \$1,8 a 6,1 miliardi. Ciò lascia

Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta,
delle banche nei paesi del Gruppo del Dieci e in Svizzera e delle filiali
offshore di banche USA.¹

Milioni di dollari USA,
fine dicembre 1977.

Passività/attività verso	Passività	Attività	Passività/attività verso	Passività	Attività
Gruppo dei Dieci			Europa orientale² (segue)		
Belgio-Lussemburgo HCJU	27.416	38.664	Germania (Rep. dem.)	707	4.145
Francia HCJU	39.378	34.515	Polonia JU	384	6.791
Germania (Rep. fed.) HCJU	23.981	36.202	Romania J	195	1.186
Italia HCJU	13.354	20.664	Ungheria	672	4.219
Paesi Bassi HCJU	24.207	17.354	Unione Sovietica CJU	4.222	10.554
Regno Unito HCJU	85.074	68.752	Posta residuale HCJU	455	2.407
Svezia HCJU	3.224	7.742	Totale	7.785	32.908
Svizzera ² CJU	73.684	15.628			
Canada HJU	12.484	11.804	Area dei Caraibi		
Giappone HCU	7.263	29.450	Antille olandesi U	2.311	1.960
Stati Uniti HCJ	73.930	39.087	Bahamas JU	19.887	40.154
Totale	383.995	319.662	Barbados	26	21
			Bermuda JU	4.034	1.072
Altri paesi dell'Europa occidentale			Cuba JU	260	1.278
Andorra	90	4	Giamaica	52	305
Austria HCJU	7.178	6.019	Haiti	9	15
Cipro	420	152	Indie occidentali (RU) U	680	514
Danimarca HCJU	3.055	9.559	Isole Cayman U ²	12.710	14.546
Finlandia CU	1.227	4.215	Panama JU	7.050	9.261
Gibilterra	66	7	Repubblica Dominicana	10	203
Grecia CJU	3.477	3.651	Trinidad e Tobago U	759	166
Irlanda HCJ	2.042	2.449	Posta residuale HCJU	3.539	5.162
Islanda C	124	300	Totale	51.527	74.657
Jugoslavia CJU	1.994	2.995			
Liechtenstein	419	508	America Latina		
Malta	690	11	Argentina JU	4.333	4.507
Monaco	174	353	Belize	18	9
Norvegia CU	2.616	6.216	Bolivia	178	469
Portogallo CU	1.103	1.516	Brasile JU	6.312	22.852
Spagna CU	7.893	11.015	Cile JU	798	1.446
Turchia CJU	590	2.573	Colombia JU	1.319	1.661
Vaticano	100	—	Costa Rica	154	281
Posta residuale HCJU	5.487	3.949	Ecuador JU	641	1.541
Totale	38.745	56.492	El Salvador	72	120
			Guatemala	139	240
Altri paesi sviluppati			Guyana	43	47
Australia CJU	968	4.443	Honduras	90	179
Nuova Zelanda CJ	312	889	Messico JU	5.789	19.296
Sud Africa CJU	793	7.166	Nicaragua	41	402
Posta residuale HC	345	1.244	Paraguay	103	41
Totale	2.438	13.722	Perù JU	452	2.965
			Surinam	124	17
Europa orientale²			Uruguay U	573	259
Albania	61	2	Venezuela JU	8.204	7.766
Bulgaria	445	2.345	Posta residuale HCJU	5.511	6.979
Cecoslovacchia	444	1.259	Totale	34.894	71.077

Nota: una completa scomposizione per paesi delle passività e attività delle banche dichiaranti è disponibile solo per le banche in Belgio-Lussemburgo, Francia, Germania (R.F.T.), Italia, Paesi Bassi, Regno Unito e Svezia e per le filiali offshore di banche USA. Per le banche negli altri paesi dichiaranti - Canada, Giappone, Stati Uniti, Svizzera - la scomposizione per paesi non è completa. I paesi mutuatari per i quali è disponibile il dettaglio sono contrassegnati dalle lettere C (Canada), J (Giappone), H (Svizzera) e U (Stati Uniti). Le passività delle banche negli Stati Uniti escludono i buoni e i certificati del Tesoro USA tenuti in custodia dalle banche per conto di non residenti.

Passività/attività verso	Passività	Attività	Passività/attività verso	Passività	Attività
Medio Oriente			Altri paesi dell'Africa (segue)		
Paesi esportatori di petrolio: J ⁵			Sierra Leone	71	14
a) con bassa capacità d'importazione:			Somalia	139	12
Arabia Saudita,			Sudan	151	366
Emirati Arabi Uniti,			Tanzania	305	18
Kuwait e Qatar,	32.520	3.832	Togo	40	43
b) con elevata capacità d'importazione:			Tunisia	359	209
Bahrain, Iran, Iraq,			Uganda	98	17
Libia e Oman	18.826	10.354	Zaire U	416	833
			Zambia J	152	331
			Posta residuale CU	1.204	1.988
Altri paesi:			Totale	11.005	14.034
Egitto JU	2.751	1.104	Altri paesi dell'Asia		
Giordania	668	96	Afganistan	172	—
Israele JU	3.802	2.660	Bangladesh	97	25
Libano U	3.633	515	Brunei	1.247	20
Siria U	697	173	Burma	17	13
Yemen	1.025	36	Cambogia	24	—
Yemen (R.D.P.)	240	11	Cina JU	2.421	266
Posta residuale ⁶ HCJU	9.619	3.492	Corea N. J	44	490
Totale	73.761	22.273	Corea S. JU	3.030	5.257
Altri paesi dell'Africa			Fiji	127	42
Algeria J	2.000	2.265	Filippine JU	1.628	2.761
Alto Volta	12	19	Formosa JU	3.504	3.409
Angola	149	40	Hong Kong JU	7.088	9.863
Benin	35	4	India JU	1.875	495
Botswana/Lesotho	41	46	Indonesia JU	2.351	3.682
Burundi	48	2	Laos	5	—
Camerun	90	117	Macao	25	1
Ciad	13	3	Malaysia JU	1.998	1.241
Congo	66	120	Nepal	59	—
Costa d'Avorio	523	539	Nuove Ebridi	71	132
Etiopia	239	5	Oceania britannica	116	85
Gabon	162	375	Pakistan JU	636	280
Gambia	21	3	Papua-Nuova Guinea	174	132
Ghana U	143	230	Polinesia francese	8	52
Gibuti	42	1	Sikkim/Bhutan	88	25
Guinea	31	51	Singapore HJU	7.914	9.468
Guinea-Bissau	8	—	Sri Lanka	205	6
Guinea equatoriale	—	13	Tailandia JU	1.189	2.009
Kenia J	834	136	Territori del Pacifico in amn. fid. agli USA	99	44
Impero centroafricano	18	25	Vietnam	97	128
Isole Capo Verde	11	—	Posta residuale CU	1.276	1.032
Liberia JU	1.265	4.530	Totale	37.783	40.948
Madagascar	56	20	Istituzioni internazionali U	6.511	2.719
Malawi	100	51	Partite non classificate HCJU	9.819	8.758
Mali	15	4	Totale generale	658.283	657.250
Marocco U	932	869	Per notizia:		
Mauritania	50	24	Paesi esportatori di petrolio HJU	76.258	34.633
Maurizio	49	11			
Mozambico	103	12			
Niger	31	22			
Nigeria J	753	499			
Rodesia	46	54			
Ruanda	93	2			
San Tomé e Principe	20	—			
Senegal	71	111			

¹ Filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Libano, Hong Kong e Singapore. ² Le posizioni verso la BRI sono comprese nella voce "Svizzera", ad eccezione di quelle delle banche USA, che sono comprese nella posta residuale degli "Altri paesi dell'Europa occidentale". ³ Escluse le posizioni nei confronti della Repubblica democratica tedesca delle banche situate nella Repubblica federale tedesca. ⁴ Le cifre relative alle passività e attività delle banche USA verso le Isole Cayman sono stimate sulla base di altre notificazioni statistiche. ⁵ Comprende soltanto le posizioni di banche giapponesi verso Kuwait, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq e Libia. ⁶ Comprende le posizioni (in parte stimate) di banche USA verso i paesi del Medio Oriente ad esclusione di Egitto, Israele, Libano, Siria e Libia (compresa nella posta residuale degli "Altri paesi dell'Africa").

supporre che nel complesso essi non hanno incontrato difficoltà nel finanziare il disavanzo dei loro conti con l'estero sui mercati internazionali. I maggiori mutuatari netti di fondi sono stati la Spagna e la Danimarca (per circa \$ 1,7 miliardi ciascuno) e l'Australia (\$ 1,5 miliardi circa).

Il nuovo credito all'Europa orientale è ammontato a \$ 4,1 miliardi, con una riduzione di circa \$ 3 miliardi rispetto al 1976. I maggiori mutuatari sono stati Ungheria e Polonia, che hanno ottenuto fondi per circa \$ 1,2 e 0,9 miliardi rispettivamente; i crediti all'Unione Sovietica, dopo un incremento di \$ 2,5 miliardi nel 1976, sono invece aumentati solo marginalmente. Va però osservato che nel caso dell'Ungheria, le cifre esagerano la posizione debitoria, in quanto questo paese finanzia il commercio estero integralmente con fondi attinti dal settore bancario internazionale; gli altri paesi dell'Est europeo, per contro, fanno massiccio ricorso al credito commerciale, che in gran parte non compare nelle statistiche sull'attività bancaria internazionale.

I nuovi crediti ai paesi esportatori di petrolio, che erano balzati da soli \$ 3 miliardi circa nel 1975 a quasi \$ 10 miliardi l'anno successivo, sono ammontati a \$ 11,3 miliardi nel 1977. Contemporaneamente questi paesi sono rimasti importanti fornitori di nuovi fondi, avendo aumentato i loro depositi presso le banche dichiaranti di \$ 13,4 miliardi, rispetto ad un incremento di \$ 12,4 miliardi nel 1976; l'accelerazione tra i due anni è però interamente dovuta a variazioni di valutazione. Non solo, se si escludono gli effetti dei movimenti dei tassi di cambio, i nuovi depositi effettuati dai paesi OPEC risultano solo di poco superiori ai nuovi crediti concessi dalle banche a questi stessi paesi. In altre parole, nel 1977 questo gruppo di paesi ha cessato di essere un importante fornitore netto di nuovi fondi al settore bancario internazionale.

Quasi il 60%, cioè \$ 7,7 miliardi, dei nuovi depositi effettuati dai paesi OPEC è stato in dollari. Dell'aumento di \$ 5,7 miliardi nel valore in dollari dei loro depositi in altre valute, \$ 1,5 miliardi circa sembrano dovuti a variazioni di valutazione. Tuttavia, nel corso del 1977 la composizione valutaria dei nuovi depositi dell'OPEC è notevolmente cambiata. Nella prima metà dell'anno, questi paesi hanno effettuato depositi per \$ 8,5 miliardi, di cui quasi il 90% in dollari, mentre nel secondo semestre sono stati depositati \$ 4,9 miliardi, quasi per intero in altre valute. Su base netta, nella seconda parte del 1977 i paesi OPEC sono stati prenditori netti di fondi in dollari, nella misura di circa \$ 4 miliardi, e fornitori di fondi in monete forti per un importo di \$ 2 miliardi (al netto dell'aggiustamento per variazioni di valutazione).

I fondi collocati presso banche degli Stati Uniti e presso le loro filiali nei centri *offshore* rappresentano solo il 12% circa del totale di nuovi depositi effettuati nel 1977 dai paesi OPEC. Piuttosto sorprendente è il fatto che la maggior parte dei nuovi depositi (circa \$ 10,5 miliardi) sembra sia provenuta dai paesi con elevata capacità di importazione, i quali sono stati naturalmente anche i maggiori mutuatari, avendo attinto nuovi crediti per oltre \$ 9 miliardi. I paesi con bassa capacità di importazione hanno depositato circa \$ 3 miliardi e mutuato circa \$ 2 miliardi. L'Arabia Saudita è naturalmente stata il maggior fornitore netto, mentre il Bahrain (che agisce soprattutto come centro bancario *offshore*), l'Iran e il Venezuela sono stati nello stesso tempo importanti fornitori e prenditori di nuovi fondi.

Passando ad esaminare l'area dichiarante, le attività delle banche verso i paesi del Gruppo dei Dieci e i centri *offshore* sono aumentate di \$ 65 miliardi, mentre le loro passività nei confronti di questi paesi sono salite di circa \$ 80 miliardi. Queste

posizioni nell'ambito dell'area medesima sono tuttavia gonfiate da considerevoli duplicazioni contabili, dovute al rideposito di fondi fra le stesse banche dichiaranti. Ciò nonostante si possono rilevare alcuni interessanti sviluppi. Uno di questi è il massiccio incremento, pari a \$14,4 miliardi, nelle passività delle altre banche dichiaranti verso soggetti bancari (compresa la BRI) e non bancari in Svizzera. L'entità di questo incremento riflette in ampia misura l'elevatissima eccedenza del risparmio interno in Svizzera ed i fondi in valuta collocati da banche svizzere sui mercati internazionali per conto di clienti non residenti. D'altro lato, nei primi nove mesi dello scorso anno la posizione creditoria delle banche dichiaranti verso la Svizzera ha mostrato, nel complesso, una leggera flessione, mentre nell'ultimo trimestre è aumentata di \$3,1 miliardi, per l'effetto congiunto delle operazioni di fine anno e degli sviluppi sui mercati dei cambi.

Un'altra caratteristica di rilievo è stata l'accelerazione, da \$14,3 miliardi nel 1976 a \$17,7 miliardi nel 1977, nell'espansione delle passività dichiarate dalle banche verso gli Stati Uniti, in netto contrasto con il pronunciato rallentamento nella crescita delle attività sull'estero dichiarate dalle banche operanti negli Stati Uniti medesimi. Sembrerebbe che le società non bancarie ed altri operatori in questo paese abbiano avuto la tendenza a trasferire parte della loro liquidità in eccesso ai mercati internazionali, ed in particolare ai centri *offshore*, per trarre profitto dei più elevati rendimenti. Si può stimare che nel 1977 questo deflusso di capitali non bancari dagli Stati Uniti sia ammontato a circa \$6-7 miliardi. Non sembra invece che abbiano avuto particolare rilievo considerazioni inerenti al tasso di cambio, in quanto questi movimenti sono avvenuti esclusivamente nei primi nove mesi dell'anno. L'espansione di \$5,9 miliardi durante l'ultimo trimestre nelle passività dichiarate dalle banche verso gli Stati Uniti è avvenuta per intero nei confronti del settore bancario. Nei primi nove mesi dell'anno, le attività delle banche dichiaranti verso gli Stati Uniti erano aumentate di \$6,9 miliardi, mentre sono diminuite di \$1,1 miliardi nell'ultimo trimestre.

Le attività verso residenti tedeschi delle banche non situate in Germania, comprese le affiliate nel Lussemburgo di banche tedesche, sono salite di \$7,9 miliardi, di cui buona parte nella forma di crediti diretti al settore non bancario tedesco. Questo flusso di fondi è avvenuto prevalentemente nell'ultimo trimestre dell'anno, per effetto delle operazioni di fine anno e degli sviluppi sui mercati dei cambi.

Le posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso il Giappone, il cui settore bancario negli anni precedenti era stato uno dei più forti prenditori di fondi sui mercati internazionali, si sono ridotte di \$5,1 miliardi nei primi nove mesi dell'anno. Questa contrazione ha rispecchiato il graduale passaggio al finanziamento mediante il ricorso a fonti interne di una certa parte delle importazioni giapponesi e l'introduzione di una riserva obbligatoria sulle passività in valuta verso l'estero delle banche giapponesi, provvedimento che le ha indotte a contabilizzare presso le proprie filiali all'estero una quota maggiore delle transazioni internazionali.

Gli sviluppi nei centri bancari europei.

Nel 1977 i centri bancari europei, che negli ultimi anni erano stati sopravanzati da New York e dai centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente, sono tornati a svolgere un ruolo di primo piano. Il valore in dollari delle attività sull'estero delle

banche operanti nei paesi europei del Gruppo dei Dieci e in Svizzera è aumentato di \$80,6 miliardi, raggiungendo un totale di \$433,6 miliardi. Di questa espansione, \$12,1 miliardi hanno interessato la componente in moneta nazionale, \$38,4 miliardi quella in dollari e \$30,1 miliardi — di gran lunga il massimo incremento finora registrato — quella in altre valute estere. Per il 1976 le cifre corrispondenti erano state \$8,5, 33,8 e 13,4 miliardi rispettivamente. A causa della debolezza del dollaro, la crescita si è accelerata nel settore dell'attività bancaria internazionale in monete diverse dal dollaro. Tuttavia, mentre nel 1976 le variazioni di valutazione avevano accresciuto di "soli" \$3 e 5,5 miliardi il valore in dollari delle attività delle banche dichiaranti in moneta nazionale e in valute diverse dal dollaro, nel 1977 gli effetti delle variazioni dei tassi di cambio hanno inciso per circa \$7 e 12 miliardi rispettivamente.

L'espansione nelle posizioni esterne sia creditorie sia debitorie ha avuto luogo per oltre il 60% nel solo quarto trimestre del 1977, e l'impulso all'attività bancaria è derivato non solo dalle consuete operazioni di fine anno, ma anche dagli sviluppi sui mercati dei cambi. La debolezza del dollaro tende ad influire sulle posizioni in valuta delle banche essenzialmente in due modi. Innanzi tutto, viene accresciuta l'offerta alle banche di dollari a termine da parte dei loro clienti, sia per cedere attesi incassi futuri in tale moneta sia semplicemente per acquisire posizioni speculative contro il dollaro. Le banche in genere coprono a pronti questi acquisti di dollari a termine, indebitandosi in dollari e convertendoli nelle monete vendute a termine. In secondo luogo, anche gli operatori non bancari cercano di indebitarsi in dollari presso le banche (a fini sia di copertura sia puramente speculativi) e di costituire posizioni creditorie nelle monete forti. Entrambi i tipi di operazioni comportano un'espansione delle attività e passività bancarie in eurovalute, specie in monete forti. Così, il valore in dollari delle attività delle banche in marchi tedeschi, aumentato di soli \$4 miliardi nei primi nove mesi dell'anno, si è gonfiato di ben \$14,8 miliardi nell'ultimo trimestre; per il franco svizzero le due corrispondenti cifre sono \$0,6 e 4,1 miliardi. Tuttavia, anche le variazioni di valutazione hanno contribuito in maniera rilevante a determinare siffatti incrementi nel quarto trimestre.

La debolezza del dollaro influisce anche sulle posizioni delle banche in moneta nazionale. La maggiore domanda estera di crediti in dollari aumenta le attività esterne delle banche operanti negli Stati Uniti, mentre l'accresciuta offerta di depositi dall'estero in monete forti tende ad accrescere le passività esterne in moneta nazionale delle banche situate nei paesi a moneta forte. Di conseguenza, nel quarto trimestre del 1977 il valore in dollari delle passività esterne in moneta nazionale delle banche situate in Germania, in Giappone e nel Regno Unito si sono dilatate di \$10,5 miliardi, anche se per oltre \$3 miliardi questo aumento è attribuibile a variazioni di cambio. Ulteriori forti incrementi si sono avuti nel primo trimestre del 1978.

Quanto al contributo dei singoli mercati all'espansione globale delle operazioni in valuta con non residenti, le banche nel Regno Unito hanno partecipato con meno di un terzo all'aumento complessivo delle attività, riducendo così la loro quota sul totale delle posizioni in essere dal 45%, alla fine del 1976, al 42,5%. Tale contrazione è dovuta ad un'espansione relativamente lenta nei conti esteri delle affiliate londinesi di banche americane e ad una flessione in termini assoluti delle attività sull'estero delle filiali britanniche di banche giapponesi che, per le ragioni già indicate a pag. 103,

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

Fine mese	Dollari		Altre valute						
	Totale	di cui verso non banche	Totale	di cui					
				verso non banche	marchi tedeschi	franchi svizzeri	lire sterline	fiorini olandesi	franchi francesi
milioni di dollari USA									
Attività									
1968 Dic. . . .	30.430	5.150	7.270	1.240	3.920	1.820	610	290	240
1969 Dic. . . .	47.630	6.090	10.540	2.230	5.990	2.980	560	370	150
1970 Dic. . . .	60.370	11.850	17.880 ¹	4.680	10.110	5.080	610	560	400
1971 Dic. . . .	71.500	14.360	28.630	6.750	16.220	8.180	1.620	700	490
1972 Dic. . . .	99.000	18.340	33.840	8.000	20.390	7.780	2.180	720	700
1973 Dic. I . . .	133.760	23.880	54.840	11.990	31.400	14.590	3.150	1.320	1.750
Dic. II ² . . .	132.110	24.730	55.510	13.980	31.410	15.000	3.080	1.240	1.760
1974 Dic. I . . .	155.450	34.350	58.950	16.030	34.620	14.330	2.040	1.870	1.480
Dic. II ² . . .	156.230	34.920	58.940	18.080	34.950	14.420	2.050	1.880	1.480
1975 Dic. . . .	190.180	40.870	67.950	20.450	41.620	15.430	1.980	2.100	2.570
1976 Marzo . . .	188.990	42.000	72.250	20.970	44.130	16.140	2.420	2.500	2.320
Giugno . . .	195.990	44.720	70.620	20.780	41.060	17.180	2.310	2.470	2.360
Sett. . . .	201.720	46.670	76.160	22.430	45.120	17.590	2.490	3.000	2.360
Dic. . . .	224.020	50.820	81.300	22.690	48.680	17.930	2.150	3.780	2.570
1977 Marzo . . .	222.860	53.380	80.930	23.350	47.030	17.560	2.800	3.930	2.690
Giugno . . .	230.960	56.480	85.970	24.070	50.920	17.690	2.780	4.230	2.850
Sett. . . .	238.670	59.850	90.430	26.090	52.710	18.490	3.720	3.630	3.370
Dic. . . .	262.430	64.660	111.370	31.040	67.510	22.560	4.420	4.210	3.270
<i>Per memoria:</i>									
<i>Posizioni verso residenti</i>									
1975 Dic. . . .	66.540	17.410	22.820	6.580					
1976 Dic. . . .	74.740	21.330	26.920	7.560					
1977 Marzo . . .	78.670	24.820	27.490	7.960					
Giugno . . .	82.770	27.910	28.540	8.400					
Sett. . . .	85.510	27.400	29.170	8.440					
Dic. . . .	91.630	29.060	33.300	8.930					
Passività									
1968 Dic. . . .	26.870	6.240	8.840	1.530	3.010	2.290	800	250	230
1969 Dic. . . .	46.200	10.460	10.520	1.340	4.640	4.030	810	350	210
1970 Dic. . . .	58.700	11.240	16.590 ¹	2.450	8.080	5.720	940	550	420
1971 Dic. . . .	70.750	9.980	26.970	2.740	14.630	7.760	2.110	850	440
1972 Dic. . . .	96.730	11.810	35.200	3.620	19.540	8.810	2.210	1.360	1.080
1973 Dic. I . . .	130.470	16.370	60.960	5.610	32.140	17.060	4.790	2.260	2.160
Dic. II ² . . .	131.380	17.470	60.720	5.630	32.020	17.160	4.560	2.260	2.130
1974 Dic. I . . .	156.180	22.440	64.750	8.100	34.220	18.250	3.560	2.760	2.270
Dic. II ² . . .	156.430	22.210	64.340	8.060	34.380	18.290	3.590	2.760	2.270
1975 Dic. . . .	189.470	24.280	69.200	6.690	39.940	15.290	3.140	3.550	3.350
1976 Marzo . . .	189.330	25.310	70.940	7.690	40.330	15.010	3.780	3.630	3.420
Giugno . . .	196.140	26.250	69.740	8.000	38.160	15.790	3.730	3.620	3.160
Sett. . . .	203.300	27.630	74.680	8.500	41.540	15.960	3.920	3.580	3.100
Dic. . . .	230.040	29.550	80.610	8.970	47.230	15.880	3.980	3.530	3.220
1977 Marzo . . .	229.080	29.410	81.090	9.530	45.880	16.340	4.510	4.060	3.380
Giugno . . .	239.670	31.160	86.400	9.480	49.640	16.540	4.330	4.610	3.650
Sett. . . .	247.020	32.520	92.070	10.050	51.400	17.440	5.090	5.030	4.240
Dic. . . .	272.880	34.200	110.560	12.050	64.970	20.870	5.920	4.900	4.400
<i>Per memoria:</i>									
<i>Posizioni verso residenti</i>									
1975 Dic. . . .	58.170	9.400	19.760	3.210					
1976 Dic. . . .	64.060	10.660	23.710	4.290					
1977 Marzo . . .	64.670	11.210	24.260	4.440					
Giugno . . .	66.030	11.380	24.600	4.620					
Sett. . . .	69.460	11.360	24.240	4.780					
Dic. . . .	74.620	12.080	29.590	5.330					

¹ Per il 1970, aumenti di \$570 milioni nelle attività e di \$360 milioni nelle passività sono dovuti alla inclusione delle posizioni in alcune valute precedentemente non rilevate. ² Dal dicembre 1973 (Dicembre II) le cifre non comprendono più le posizioni in eurovalute della BRI (precedentemente registrate tra i dati delle banche svizzere) ma includono alcune posizioni a lungo termine non rilevate per i periodi precedenti. ³ Comprende alcune posizioni a lungo termine non dichiarate precedentemente da talune banche e alcune variazioni di scarso rilievo nel campo di rilevazione statistica.

hanno ridotto le loro posizioni creditorie verso le sedi centrali in Giappone. Per altri gruppi di banche operanti a Londra, l'espansione delle loro operazioni con l'estero è continuata a ritmo sostenuto.

D'altra parte, si è accelerata l'espansione dell'attività bancaria nel Belgio-Lussemburgo e in Francia, i due più importanti centri dell'euromercato dopo Londra, con un incremento delle loro attività esterne rispettivamente del 35 e 30%. Tale dinamismo si spiega in parte con il fatto che la quota relativa delle operazioni in eurovalute diverse dal dollaro è maggiore in questi centri rispetto a Londra. Nel Lussemburgo, in particolare, dove le affiliate delle banche tedesche hanno una posizione di preminenza, il valore in dollari delle posizioni in marchi tedeschi delle banche supera ora le loro posizioni in dollari.

In termini di incremento percentuale, le banche in Italia hanno registrato l'espansione di gran lunga maggiore delle passività esterne in valuta, con un incremento di \$6,5 miliardi, ovvero del 43%. La maggior parte di questo indebitamento, senza dubbio reso più agevole dalla più positiva valutazione della situazione economica italiana da parte del mercato, è stata impiegata per crediti in valuta alle imprese italiane, mentre \$2,5 miliardi sono stati reimpiegati all'estero.

Passando a considerare i paesi a moneta forte, nonostante gli ampi afflussi di fondi in connessione alle perturbazioni valutarie dell'ultimo trimestre dell'anno, le banche operanti in Germania non hanno subito flessioni nella loro posizione creditoria netta sull'estero, essendo state contemporaneamente forti fornitrici di fondi. L'aumento di \$8,5 miliardi nelle loro attività esterne, misurate in dollari, è derivato in larga parte da una crescita di \$7,7 miliardi, prevalentemente in moneta nazionale, nei loro crediti a lungo termine, mentre il valore in dollari delle loro attività esterne a breve in marchi tedeschi è addirittura calato di \$0,8 miliardi. Dell'aumento complessivo di \$8,5 miliardi nelle passività bancarie (dovuto ad un incremento, superiore a tale cifra, nell'ultimo trimestre dell'anno), \$7 miliardi hanno interessato la componente in marchi tedeschi e \$5,1 miliardi le passività a breve.

La posizione sull'estero delle banche svizzere è stata scarsamente influenzata dalle turbolenze sui mercati dei cambi. In virtù delle misure difensive apprestate dalle autorità monetarie contro gli afflussi di capitali, quali l'imposizione di un interesse negativo sugli incrementi delle passività esterne delle banche in moneta nazionale, la posizione debitoria delle banche in franchi svizzeri, se si escludono gli effetti di valutazione, non è aumentata nell'arco del 1977. Viceversa, le banche svizzere hanno continuato ad essere forti esportatrici nette di fondi: il valore in dollari delle loro attività nette sull'estero in moneta nazionale ed in valuta è aumentato infatti di \$5 miliardi, raggiungendo un totale di \$13,9 miliardi. Pur tenendo conto delle variazioni di valutazione, questo deflusso di capitali ha rappresentato la contropartita finanziaria praticamente dell'intero, ingente avanzo di \$3,7 miliardi delle partite correnti svizzere, fornendo un contributo basilare al contenimento delle spinte al rialzo sul franco svizzero. Nell'ultimo trimestre dell'anno si è avuto un forte incremento nelle passività esterne lorde in valuta delle banche, da riferirsi in parte alle consuete operazioni di fine anno. Tuttavia, anche le attività in valuta hanno registrato un forte incremento, cosicché i prelievi netti dall'estero delle banche, pari a \$0,4 miliardi, hanno rappresentato solo una frazione di quelli del quarto trimestre del 1976. Nel primo trimestre del 1978 le banche hanno ripreso ad esportare fondi su vasta scala.

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

			1975	1976	1977			
			Dicembre	Dicembre	Marzo	Giugno	Settembre	Dicembre
milioni di dollari USA								
Belgio-Lussemburgo	Attività	Moneta nazionale	1.720	2.440	2.460	2.490	2.710	3.180
		Valuta estera . . .	39.070	49.420	51.070	52.910	57.420	66.950
	Passività	Moneta nazionale	2.650	3.350	3.490	3.940	4.430	4.360
		Valuta estera . . .	37.860	47.530	48.980	50.990	55.840	65.470
Francia	Attività	Moneta nazionale	1.180	1.450	1.490	1.770	1.990	2.080
		Valuta estera . . .	39.020	47.990	47.370	48.890	51.500	62.210
	Passività	Moneta nazionale	4.370	3.810	3.950	4.350	4.750	4.500
		Valuta estera . . .	38.110	48.660	48.930	51.180	52.970	62.970
Germania	Attività	Moneta nazionale	21.010	25.900	24.800	27.080	26.930	31.450
		Valuta estera . . .	10.640	14.330	12.930	13.360	14.050	17.280
	Passività	Moneta nazionale	13.620	17.380	16.300	17.680	18.190	24.330
		Valuta estera . . .	9.310	13.730	11.450	11.620	12.320	15.230
Italia	Attività	Moneta nazionale	440	260	300	200	270	300
		Valuta estera . . .	14.980	12.290	10.580	9.580	10.540	14.780
	Passività	Moneta nazionale	1.820	1.420	1.530	1.810	1.830	1.540
		Valuta estera . . .	15.040	14.950	14.580	16.460	16.960	21.520
Paesi Bassi	Attività	Moneta nazionale	3.460	4.170	4.160	5.000	5.260	5.240
		Valuta estera . . .	17.350	22.000	21.100	23.390	22.970	27.180
	Passività	Moneta nazionale	2.150	4.080	4.030	4.570	4.670	5.100
		Valuta estera . . .	16.370	19.580	18.450	21.290	21.600	25.470
Regno Unito	Attività	Moneta nazionale	1.700	1.800	1.720	1.820	1.940	2.080
		Valuta estera . . .	118.240	138.000	138.510	144.770	149.490	159.210
	Passività	Moneta nazionale	9.240	7.130	7.600	6.080	8.840	11.100
		Valuta estera . . .	128.210	148.620	150.730	155.810	161.190	171.360
Svezia	Attività	Moneta nazionale	570	810	870	1.110	970	930
		Valuta estera . . .	2.570	2.920	2.990	2.950	2.930	3.180
	Passività	Moneta nazionale	580	670	590	750	630	580
		Valuta estera . . .	1.750	2.290	2.670	2.870	3.050	3.410
Svizzera	Attività	Moneta nazionale	9.070	10.870	11.730	12.990	14.160	14.500
		Valuta estera . . .	16.280	18.370	19.250	20.080	20.200	23.010
	Passività	Moneta nazionale	4.630	5.060	4.560	4.640	4.960	5.650
		Valuta estera . . .	12.020	15.290	14.380	15.650	15.160	18.010
Totale	Attività	Moneta nazionale	39.150	47.700	47.530	52.460	54.230	59.760
		Valuta estera . . .	258.130	305.320	303.790	316.930	329.100	373.800
	Passività	Moneta nazionale	38.860	42.900	42.050	45.620	48.100	57.160
		Valuta estera . . .	258.670	310.650	310.170	328.070	339.090	383.440
Canada	Attività	Moneta nazionale	460	460	440	420	440	440
		Valuta estera . . .	13.390	16.830	17.740	16.900	18.050	17.720
	Passività	Moneta nazionale	2.010	1.960	1.880	2.190	2.030	2.220
		Valuta estera . . .	12.070	14.520	15.260	15.560	16.380	16.700
Giappone	Attività	Moneta nazionale	1.530	2.080	2.280	2.380	2.820	3.550
		Valuta estera . . .	18.830	19.560	19.780	16.790	16.590	18.140
	Passività	Moneta nazionale	1.480	1.880	1.910	1.960	2.020	4.110
		Valuta estera . . .	25.210	27.160	27.880	24.410	23.610	24.470
Stati Uniti ¹	Attività	Moneta nazionale	58.310	79.340	75.370	80.040	81.760	90.200
		Valuta estera . . .	1.460	1.790	2.090	1.980	1.970	2.360
	Passività	Moneta nazionale	58.180	69.910	63.710	70.970	73.320	77.330
		Valuta estera . . .	560	780	930	750	820	930
Filiali offshore di banche USA ²	Attività	Valuta estera ³ . . .	51.090	74.930	77.990	84.310	87.430	91.280
	Passività	Valuta estera ³ . . .	50.960	74.080	77.910	84.230	87.600	92.050

¹ Esclusi i buoni e i certificati del Tesoro USA tenuti in custodia per conto di non residenti. ² Filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. Dal settembre 1977 queste cifre comprendono anche le filiali di banche USA nel Libano, sebbene i relativi importi siano molto modesti. ³ Compresse quantità trascurabili in monete nazionali.

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

			1975	1976	1977			
			dic.	dic.	marzo	giugno	sett.	dic.
milioni di dollari USA								
Belgio- Lussemburgo	Attività	Dollari USA . . .	18.670	25.020	25.770	26.760	29.090	33.080
		Altre valute estere .	20.400	24.400	25.300	26.150	28.330	33.870
	Passività	Dollari USA . . .	17.960	22.950	23.510	24.870	27.580	31.760
		Altre valute estere .	19.900	24.580	25.470	26.120	28.260	33.710
Francia	Attività	Dollari USA . . .	29.890	36.180	35.920	37.030	38.320	45.160
		Altre valute estere .	9.330	11.810	11.450	12.860	13.180	17.050
	Passività	Dollari USA . . .	27.000	36.050	37.040	37.930	38.620	44.430
		Altre valute estere .	11.110	12.610	11.890	13.250	14.350	18.540
Germania	Attività	Dollari USA . . .	7.700	10.570	9.420	9.690	10.240	12.710
		Altre valute estere .	2.940	3.760	3.510	3.680	3.810	4.570
	Passività	Dollari USA . . .	7.400	11.290	9.120	9.370	9.750	12.390
		Altre valute estere .	1.910	2.440	2.330	2.250	2.570	2.850
Italia	Attività	Dollari USA . . .	12.100	9.590	9.120	7.220	7.850	11.480
		Altre valute estere .	2.860	2.700	2.460	2.360	2.890	3.300
	Passività	Dollari USA . . .	11.830	11.660	11.290	12.830	13.240	17.010
		Altre valute estere .	3.210	3.290	3.290	3.630	3.720	4.510
Paesi Bassi	Attività	Dollari USA . . .	10.400	13.920	13.580	15.160	13.910	15.150
		Altre valute estere .	6.950	6.080	7.520	8.230	9.060	12.030
	Passività	Dollari USA . . .	10.670	12.390	11.300	13.690	13.730	15.460
		Altre valute estere .	5.700	7.190	7.150	7.600	7.870	10.010
Regno Unito	Attività	Dollari USA . . .	96.940	112.580	113.230	117.490	121.510	125.810
		Altre valute estere .	21.300	25.420	25.280	27.280	27.980	33.400
	Passività	Dollari USA . . .	104.170	122.480	124.160	126.880	130.730	136.590
		Altre valute estere .	24.040	26.140	26.570	28.930	30.460	34.770
Svezia	Attività	Dollari USA . . .	1.790	2.040	2.050	1.930	2.020	1.970
		Altre valute estere .	780	880	930	1.020	910	1.210
	Passività	Dollari USA . . .	1.020	1.420	1.720	1.850	1.930	2.120
		Altre valute estere .	730	870	950	1.020	1.120	1.290
Svizzera	Attività	Dollari USA . . .	12.890	14.120	14.770	15.690	15.730	17.070
		Altre valute estere .	3.370	4.250	4.480	4.390	4.470	5.940
	Passività	Dollari USA . . .	9.420	11.800	10.940	12.250	11.440	13.130
		Altre valute estere .	2.600	3.490	3.440	3.600	3.720	4.880
Totale	Attività	Dollari USA . . .	190.180	224.020	222.860	230.960	238.670	262.430
		Altre valute estere .	67.950	81.300	80.930	85.970	90.430	111.370
	Passività	Dollari USA . . .	189.470	230.040	229.080	239.670	247.020	272.880
		Altre valute estere .	69.200	80.610	81.090	86.400	92.070	110.560
Canadà	Attività	Dollari USA . . .	12.640	15.890	16.680	15.980	17.070	16.480
		Altre valute estere .	750	940	1.060	920	980	1.240
	Passività	Dollari USA . . .	11.560	13.880	14.490	14.890	15.660	15.860
		Altre valute estere .	510	640	770	670	720	840
Giappone	Attività	Dollari USA . . .	16.960	17.530	17.790	14.900	14.670	15.930
		Altre valute estere .	1.870	2.030	1.970	1.890	1.910	2.210
	Passività	Dollari USA . . .	24.340	26.200	26.970	23.620	22.600	23.360
		Altre valute estere .	870	960	910	790	810	1.110
Filiali offshore di banche USA ¹	Attività	Valute estere ² . .	51.090	74.930	77.990	84.310	87.430	91.280
	Passività	Valute estere ² . .	50.960	74.080	77.910	84.230	87.600	92.050

¹ Filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. Dal settembre 1977 queste cifre comprendono anche le filiali USA nel Libano, sebbene i relativi importi siano molto modesti.

² Compresa quantità trascurabili in monete nazionali.

Ritornando a considerare i dati aggregati, si stima che nel 1977 il volume dell'eurocredito in essere, intermediato dalle banche europee dichiaranti, sia aumentato di \$53 miliardi, dopo un incremento di \$42 miliardi nel 1976, raggiungendo un totale di circa \$300 miliardi al netto delle duplicazioni contabili. Quest'accelerazione è esclusivamente dovuta alla forte espansione dell'attività creditizia nell'ambito della stessa area europea dichiarante, mentre è rallentata l'espansione delle attività e delle passività verso i paesi esterni all'area medesima.

Fonti e impieghi dei fondi in eurovalute. Stime.

Fine mese	Area europea dichiarante		Stati Uniti	Canada e Giappone	Altri paesi sviluppati	Europa orientale ²	Centri bancari offshore ³	Paesi esportatori di petrolio ²	Paesi in via di sviluppo	Non classificati ⁴	Totale
	Totale ¹	di cui: Settore non bancario ⁵									
miliardi di dollari USA											
Impieghi											
1974 dic. . . .	61,5	41,3	18,2	18,2	20,4	10,1	26,7	3,5	15,7	2,7	177,0
1975 dic. . . .	63,0	43,6	16,5	20,2	25,8	15,9	35,6	5,3	19,5	3,2	205,0
1976 marzo . . .	65,0	44,4	16,0	22,4	26,3	17,4	35,0	6,0	19,9	3,0	211,0
giugno . . .	64,4	45,1	16,8	22,6	27,8	18,5	38,1	6,9	21,3	2,6	219,0
sett. . . .	68,2	48,3	17,6	22,9	30,1	19,6	38,4	8,1	22,5	2,6	230,0
dic. . . .	74,4	51,5	18,2	21,6	33,0	20,8	40,8	9,6	24,7	3,9	247,0
1977 marzo . . .	78,7	56,3	17,8	21,8	34,0	20,2	42,1	11,2	24,7	4,5	255,0
giugno . . .	85,4	61,8	18,9	18,8	35,5	21,4	44,3	12,7	25,5	4,5	267,0
sett. . . .	88,3	63,1	20,4	18,4	38,9	22,1	43,5	13,6	27,1	4,7	277,0
dic. . . .	99,2	69,9	21,0	18,7	42,6	23,8	43,7	15,6	30,0	5,4	300,0
Fonti											
1974 dic. . . .	67,8	37,1	11,9	8,7	18,5	5,1	17,8	29,1	15,5	2,6	177,0
1975 dic. . . .	79,5	39,2	15,4	8,3	19,9	5,4	21,8	34,6	16,2	3,9	205,0
1976 marzo . . .	82,0	40,7	15,0	9,0	20,6	5,0	24,1	34,4	16,5	4,4	211,0
giugno . . .	81,2	41,8	17,4	9,8	19,3	5,2	26,8	37,4	17,1	4,8	219,0
sett. . . .	84,3	43,5	17,4	10,0	20,6	5,3	27,0	41,1	18,9	5,4	230,0
dic. . . .	86,7	45,5	18,8	10,5	21,3	6,4	30,1	45,2	21,3	6,7	247,0
1977 marzo . . .	91,7	47,0	19,4	10,5	19,8	4,7	29,6	47,8	23,4	8,1	255,0
giugno . . .	97,5	48,7	23,3	8,2	19,7	4,5	31,0	51,1	24,8	6,9	267,0
sett. . . .	98,7	50,1	23,7	7,8	23,3	4,9	30,9	52,0	26,8	8,9	277,0
dic. . . .	108,6	54,9	24,9	8,4	26,6	6,4	33,2	54,0	29,5	8,4	300,0

¹ Include: a) sotto la voce "Impieghi", le conversioni da parte delle banche di valuta estera in moneta nazionale e i fondi in valuta estera forniti dalle banche dichiaranti alle banche del paese di emissione della moneta di cui trattasi (ad esempio, fondi in DM depositati presso banche tedesche); b) sotto la voce "Fonti", i depositi di istituzioni monetarie ufficiali dell'area dichiarante, le conversioni da parte delle banche di moneta nazionale in valuta estera e i fondi in valuta estera che le banche dichiaranti hanno ricevuto dalle banche nel paese di emissione della moneta in questione (ad esempio, fondi ricevuti in DM da banche tedesche). ² Per le "Fonti", inclusi i fondi fiduciari nella misura in cui sono trasferiti da banche svizzere ad altre banche entro l'area dichiarante e non sono dichiarati dalle stesse banche svizzere come passività verso operatori non bancari esterni all'area dichiarante. ³ Escluse le posizioni nei confronti della Repubblica democratica tedesca delle banche situate nella Repubblica federale tedesca. ⁴ Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, Indie occidentali, Isole Cayman, Libano, Liberia, Nuove Ebridi, Panama, Singapore. ⁵ Algeria, Arabia Saudita, Bahrain, Brunei, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Trinidad e Tobago, Venezuela. ⁶ Include le posizioni nei confronti di istituzioni internazionali eccetto la BRI.

I nuovi fondi assorbiti dall'area dichiarante sono aumentati da circa \$11,5 miliardi nel 1976 a quasi \$25 miliardi. I crediti diretti al settore non bancario sono saliti di \$18,4 miliardi, cioè del 36%. Abbastanza sorprendente è forse il fatto che i maggiori mutuatari siano stati gli operatori tedeschi non bancari, che hanno attinto quasi \$5,5 miliardi, soprattutto in marchi tedeschi, dalle banche all'estero, ed in particolare dalle affiliate di banche tedesche operanti nel Lussemburgo. Tale indebitamento è stato per lo più motivato dal minor costo degli eurocrediti ed è divenuto particolarmente vantaggioso verso la fine dell'anno, allorché gli sviluppi sui mercati dei cambi hanno esercitato una forte pressione al ribasso sui tassi di interesse

dell'euromarco. Il settore non bancario italiano ha ottenuto crediti in valuta per \$4,3 miliardi, prevalentemente da banche italiane; buona parte di questo indebitamento va connesso alle restrizioni interne sul credito in moneta nazionale ed alla disciplina valutaria concernente i regolamenti delle esportazioni e delle importazioni. Gli altri principali prenditori di crediti eurovalutari nell'ambito dell'area europea dichiarante sono stati i settori non bancari del Regno Unito (\$3 miliardi) e della Francia (\$2 miliardi). L'offerta di nuovi fondi nell'ambito dell'area dichiarante è aumentata di circa \$22 miliardi, ossia di un importo inferiore di \$3 miliardi al totale dei fondi impiegati all'interno dell'area medesima; in altri termini, nel 1977 i paesi europei dichiaranti sono stati utilizzatori netti di fondi eurovalutari.

La posizione creditoria verso i paesi del Gruppo dei Dieci esterni all'area dichiarante ha mostrato, nel complesso, solo una modesta variazione: gli incrementi di \$2,8 e 1 miliardo rispettivamente verso gli Stati Uniti e il Canada sono stati infatti compensati da una riduzione di \$3,9 miliardi dei crediti verso il Giappone. Dal lato delle fonti del mercato, vi è stato invece un forte incremento, di \$6,1 miliardi, nei nuovi fondi affluiti dagli Stati Uniti, cui va aggiunta una parte considerevole dell'aumento di \$3,1 miliardi registrato nelle passività delle banche dichiaranti verso i centri *offshore*, che fungono in ampia misura da "scalo" per i fondi provenienti dagli Stati Uniti.

Le variazioni nelle posizioni delle banche dichiaranti verso i paesi esterni al Gruppo dei Dieci rispecchiano da vicino gli andamenti delle bilance dei pagamenti. Lo scorso anno i paesi in via di sviluppo non petroliferi sono diventati fornitori netti di nuovi fondi all'euromercato, in quanto i nuovi depositi, per \$8,2 miliardi, hanno superato di quasi \$3 miliardi i prelievi. Per converso, un'accelerazione nei crediti ai paesi dell'OPEC, associata ad un rallentamento nei depositi ricevuti da questi paesi, ha prodotto una forte contrazione (dai \$6,3 miliardi del 1976 ai \$2,8 miliardi dello scorso anno) nell'offerta netta di nuovi fondi OPEC all'euromercato. I paesi dell'Europa orientale hanno anch'essi ridotto il loro ricorso all'eurocredito, da quasi \$5 miliardi nel 1976 a \$3 miliardi. I paesi sviluppati ad esclusione del Gruppo dei Dieci e della Svizzera hanno accresciuto i loro prelievi da \$7,2 a 9,6 miliardi, ma ancor più forte è stato l'aumento, da \$1,4 a 5,3 miliardi, dei nuovi depositi effettuati da questi paesi.

Gli sviluppi nei centri bancari extra-europei.

Lo scorso anno uno sviluppo significativo è stato il pronunciato rallentamento nella concessione di crediti all'estero da parte delle banche situate negli Stati Uniti e delle loro filiali dei centri *offshore*. Dopo aver registrato aumenti di \$21,4 e 23,8 miliardi nel 1976, le attività esterne delle sedi e delle filiali sono rispettivamente aumentate di soli \$11,4 e 16,4 miliardi. Il rallentamento è ancor più pronunciato — e cioè da circa \$30 miliardi nel 1976 a \$15 miliardi — se si consolidano le attività esterne delle sedi centrali e delle filiali *offshore* eliminando le posizioni reciproche.

Il più importante elemento di questa decelerazione è stato il calo, da poco più di \$11 miliardi nel 1976 a circa \$4 miliardi nel 1977, dei nuovi crediti ai paesi in via di sviluppo non petroliferi. Come accennato in precedenza, i principali fattori che hanno probabilmente contribuito a determinare questo andamento sono state le inquietudini, ispirate da ragioni di cautela, sorte negli Stati Uniti circa l'esposizione sul piano internazionale delle banche statunitensi, la compressione dei margini di

intermediazione, nonché una minor domanda di credito da parte di alcuni tra i maggiori paesi dell'America Latina. Anche l'espansione dei crediti verso altri paesi del Gruppo dei Dieci ha segnato una forte flessione, da \$9,2 a 4,6 miliardi, in parte a causa del ridotto fabbisogno di fondi delle affiliate di banche statunitensi situate in quei paesi. Per contro, i nuovi crediti ai paesi esportatori di petrolio, ammontati a \$3,7 miliardi a fronte di \$4,5 miliardi nel 1976, sono scesi relativamente di poco.

Nel 1976 le banche canadesi avevano accresciuto le loro attività esterne di \$3,4 miliardi, ovvero di \$1 miliardo al netto dell'incremento delle passività. Questo deflusso aveva in parte controbilanciato l'eccedenza della bilancia dei pagamenti risultante dall'elevatissimo volume dei prestiti obbligazionari emessi all'estero da residenti canadesi. Per contro, nel 1977 una brusca contrazione delle emissioni canadesi all'estero e la comparsa di un disavanzo esterno si sono accompagnate ad una minore crescita (\$0,9 miliardi) delle attività esterne delle banche canadesi, mentre l'espansione delle loro passività esterne è proseguita a ritmo immutato rispetto al 1976.

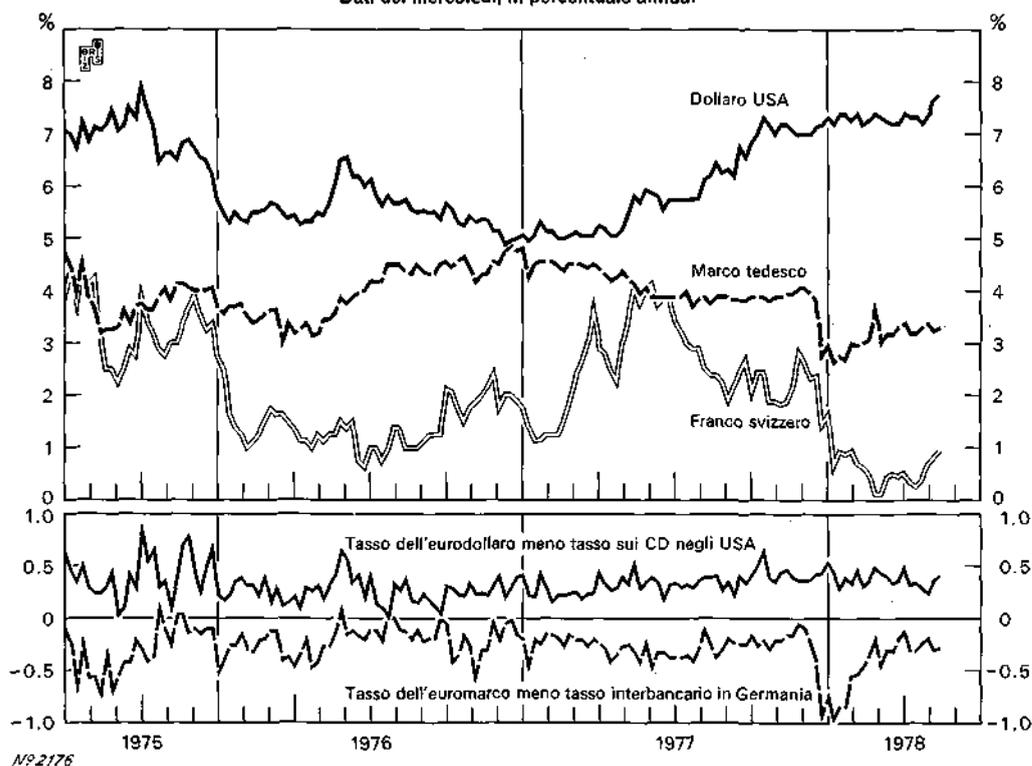
Il Giappone è stato il solo paese dichiarante dove sia le attività sia le passività bancarie esterne lorde in valuta sono diminuite, di \$2,7 e 1,4 miliardi rispettivamente. Tale flessione è stata dovuta al graduale passaggio al finanziamento in yen del commercio estero e a nuovi obblighi di riserva a fronte delle passività in valuta estera (vedasi pagina 103). Tuttavia, la riduzione delle passività esterne nette in valuta delle banche è stata in parte compensata da un cambiamento di segno nella posizione esterna netta in moneta nazionale, che da creditoria è divenuta debitoria. Ciò è derivato dal forte incremento dei depositi liberi in yen di non residenti, connesso alle perturbazioni valutarie dell'ultimo trimestre dell'anno. Questi afflussi, unitamente a variazioni di valutazione, hanno accresciuto il valore in dollari delle passività bancarie esterne in yen da \$2 miliardi a fine settembre a \$4,1 miliardi a fine dicembre. Nonostante l'imposizione in novembre di una riserva obbligatoria del 50% sugli incrementi di tali passività, all'inizio del 1978 gli afflussi di fondi sono continuati a ritmo sostenuto e a fine marzo avevano quasi quadruplicato il loro livello di sei mesi prima.

L'andamento dei tassi di interesse.

Lo scorso anno sono intervenuti sostanziali mutamenti nella struttura dei tassi di interesse dell'euromercato. Mentre i tassi sui depositi in eurodollari si sono mossi verso l'alto in linea con quelli del mercato interno degli Stati Uniti, l'andamento delle bilance dei pagamenti e le pressioni sui tassi di cambio hanno invece contribuito ad una flessione dei tassi dell'euromarco e dell'eurofranco svizzero.

Agli inizi del 1977 i tassi sui depositi a tre mesi in eurodollari erano quotati a circa il 5%, ossia al più basso livello dal giugno 1972. Tale cifra era inferiore di circa un punto percentuale rispetto ai tassi a dodici mesi e di 3,5 punti percentuali rispetto ai rendimenti delle euroobbligazioni in dollari. L'andamento insolitamente ripido della curva dei rendimenti rispecchiava i timori di una nuova tensione sul mercato monetario negli Stati Uniti. E dopo che tale stretta si è verificata, ossia dalla primavera in poi, i tassi sull'eurodollaro sono gradualmente risaliti fino a raggiungere il 7,25% circa a metà ottobre, per poi stabilizzarsi intorno a questo livello. Contrariamente a quanto era avvenuto agli inizi del 1973, allorché la debolezza del dollaro aveva comportato un forte ampliamento del premio dei tassi dell'eurodollaro sui corrispondenti tassi del mercato interno statunitense, durante la fase di forte perturbazione

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



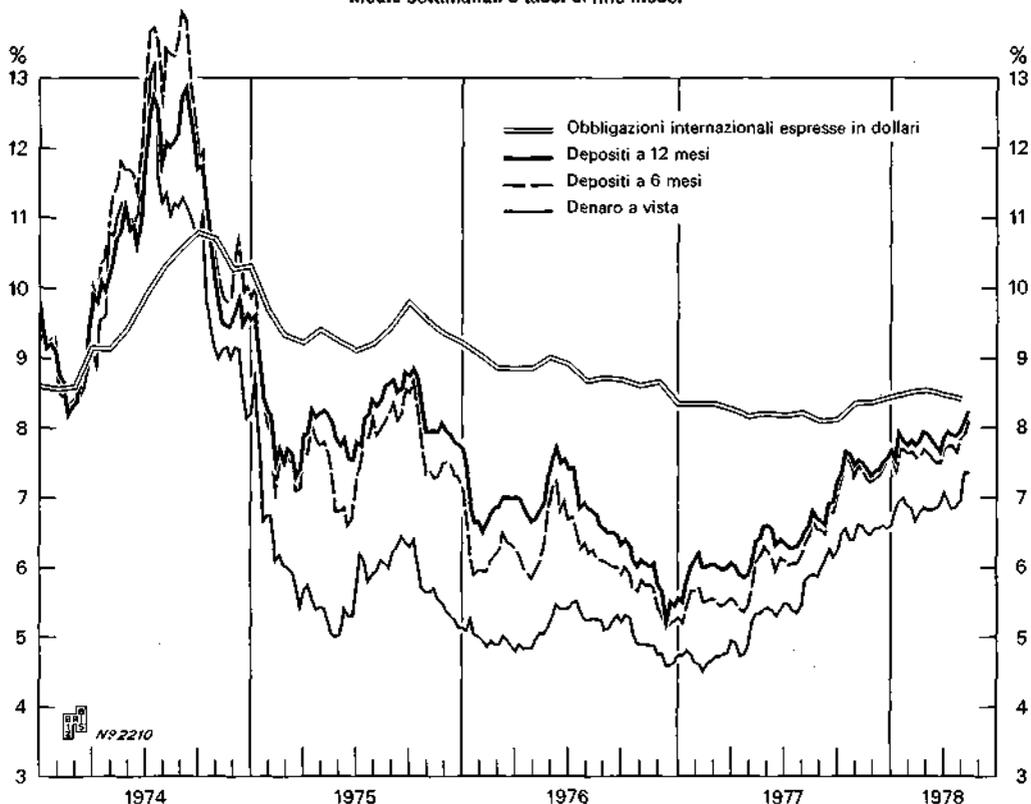
sui mercati dei cambi verso la fine del 1977 e agli inizi del 1978, il premio dei tassi dell'eurodollaro a tre mesi sui corrispondenti tassi dei certificati di deposito negli Stati Uniti si è per lo più mantenuto entro la fascia consueta di $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ di punto percentuale. Parrebbe pertanto che variazioni anche molto modeste nei differenziali dei tassi di interesse siano state sufficienti a suscitare i deflussi di fondi dagli Stati Uniti necessari a ristabilire l'equilibrio tra domanda e offerta di eurodollari.

L'effetto delle turbolenze valutarie sui depositi in eurovalute è molto più evidente nel caso del marco tedesco e del franco svizzero. Dopo una leggera flessione nella primavera, i tassi dell'euromarco sono rimasti abbastanza stabili fino a dicembre, allorquando le tensioni sui mercati dei cambi e l'introduzione in Germania di provvedimenti per contrastare l'afflusso di capitali hanno provocato una caduta di 1,5 punti percentuali del saggio dell'euromarco a tre mesi. Di conseguenza lo sconto sui corrispondenti tassi del mercato interno tedesco si è temporaneamente ampliato fino a raggiungere un punto percentuale, ed il differenziale di rendimento non coperto a termine tra i tassi dell'eurodollaro e dell'euromarco è salito ad oltre 4 punti percentuali, ossia al livello più alto dall'autunno 1975.

Nei primi mesi del 1977 i saggi dell'eurofranco svizzero si sono dimostrati molto più instabili di quelli dell'euromarco. La comparsa di tensioni sul mercato monetario interno, facilitata da un allentamento della spinta al rialzo sul franco svizzero, ha fatto salire i tassi dell'eurofranco a breve dall'1,25% all'inizio dell'anno al 4% a metà maggio. Successivamente, il nuovo rafforzamento del franco svizzero ha tuttavia provocato una flessione dei tassi, e a fine anno il saggio sull'eurofranco

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

Medie settimanali e tassi di fine mese.



a tre mesi era sceso a circa l'1,5 %. Diversamente da quanto è avvenuto nel settore dell'euromarco - dove è successivamente intervenuto un certo aggiustamento verso l'alto - il movimento discendente si è protratto nei primi mesi del 1978; a seguito di un ulteriore inasprimento, verso la fine di febbraio, dei provvedimenti contro gli afflussi di capitali in Svizzera, i tassi sull'eurofranco svizzero sono temporaneamente scesi quasi a zero.

I mercati obbligazionari internazionali.

Nonostante una marcata flessione delle emissioni estere negli Stati Uniti e in Svizzera e il fermento dei mercati valutari nell'ultima parte dell'anno, nel 1977 le emissioni totali di obbligazioni internazionali, superando leggermente perfino la cifra del 1976, hanno raggiunto un nuovo livello massimo di \$35 miliardi. Per la prima volta dall'eliminazione, nel gennaio del 1974, dei vincoli che gli Stati Uniti avevano imposto ai deflussi di capitali, le emissioni euroobbligazionarie hanno superato le tradizionali emissioni estere sui mercati interni, con un aumento del 26% dei collocamenti complessivi, che hanno raggiunto i \$19,4 miliardi. Come nei due anni precedenti, il mercato delle euroobbligazioni ha beneficiato dell'abbondante liquidità, derivante dalla debole domanda interna di credito nei principali paesi industriali, e dell'accentuata sfiducia verso i mercati azionari. Inoltre un crescente volume di fondi derivanti dall'ammortamento di precedenti emissioni e dal pagamento degli interessi è stato reinvestito sul mercato.

Emissioni obbligazionarie internazionali.¹

Aree o paesi mutuatari	Anni	Emissioni euroobbligazionarie				Emissioni estere			
		Totale	di cui			Totale	di cui		
			dollari USA	marchi tedeschi	collocamenti privati		negli Stati Uniti	in Svizzera	collocamenti privati
milioni di dollari USA									
Europa occidentale .	1975	4.880	1.350	1.770	1.760	3.150	850	1.760	1.670
	1976	5.740	3.830	1.330	1.070	6.110	1.240	3.370	2.960
	1977	8.950	5.690	2.710	1.800	4.420	1.230	2.610	2.270
Canada	1975	1.150	610	—	320	3.410	3.110	280	830
	1976	3.000	1.570	40	150	6.080	5.720	370	4.060
	1977	1.950	980	410	60	3.260	2.900	270	1.660
Stati Uniti . .	1975	310	220	—	80	140	—	40	120
	1976	410	400	—	120	30	—	—	30
	1977	1.310	1.210	10	450	240	—	40	200
Altri paesi sviluppati ²	1975	2.230	1.350	700	650	1.030	380	600	670
	1976	2.060	1.500	510	300	1.500	710	790	680
	1977	2.090	1.470	580	330	1.430	670	640	490
Resto del mondo ³	1975	440	230	80	120	550	460	20	230
	1976	1.060	450	270	180	910	690	120	210
	1977	2.600	1.000	1.150	440	1.530	820	330	360
Istituzioni internazionali	1975	1.510	1.060	340	860	4.020	1.980	670	1.360
	1976	3.100	2.250	670	1.890	5.300	2.270	790	1.960
	1977	2.450	1.950	240	850	4.730	1.960	810	1.660
Totale delle emissioni collocate . .	1975	10.520	4.920	3.100	3.790	12.300	6.850	3.530	4.880
	1976	15.370	10.000	2.820	3.710	18.930	10.630	5.440	9.900
	1977	19.350	12.300	5.100	3.930	15.610	7.580	4.700	6.640

Nota: i totali per il 1975 includono revisioni che non sono state ripartite per monete e mercati.
¹ Fonti: BIRS e OCSE. ² Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa. ³ Compresi i paesi dell'Europa orientale.

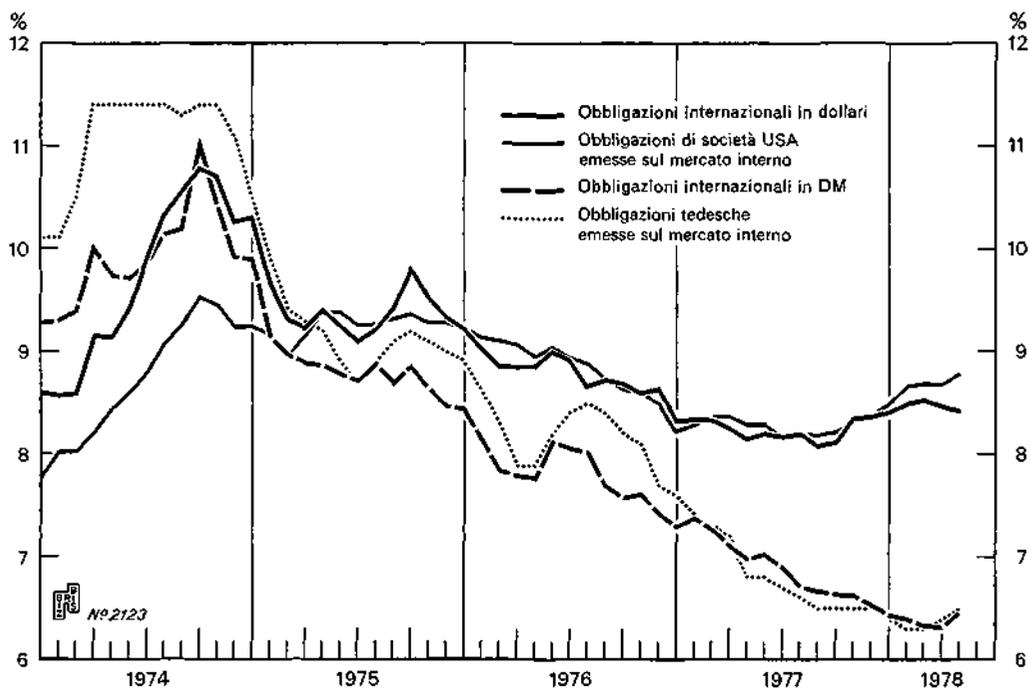
L'ampia disponibilità di fondi, integrata da un crescente interesse da parte degli investitori istituzionali, è stata evidente soprattutto nel settore delle obbligazioni in dollari durante i primi nove mesi dell'anno, quando, nonostante l'aumento nei tassi di interesse a breve negli Stati Uniti e i primi segni della debolezza del dollaro, i mutuatari hanno potuto raccogliere forti quantità di fondi a condizioni anche più favorevoli che in passato: i tassi nominali di interesse hanno presentato ancora una certa flessione e la scadenza media si è allungata passando a quasi dieci anni, da circa otto nel 1976. Sebbene le obbligazioni denominate in marchi tedeschi riscuotessero considerevole interesse, il settore in dollari copriva quasi due terzi delle nuove emissioni euroobbligazionarie.

Questa situazione è cambiata bruscamente in ottobre, quando, in risposta alla accentuata flessione del dollaro e all'ulteriore aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti, la domanda di obbligazioni in dollari si è sensibilmente ridotta. Gli investitori si sono rivolti sempre più verso titoli denominati in altre monete, in particolare in marchi tedeschi, la cui quota sulle emissioni totali di euroobbligazioni è passata da una media trimestrale del 23% nei precedenti nove mesi al 39% nell'ultimo trimestre, mentre quella in dollari si è ridotta al 50%. La forte domanda

di obbligazioni denominate in marchi tedeschi ha provocato un continuo miglioramento delle condizioni di emissione in quel settore, mentre un certo inasprimento ha avuto luogo nel settore del dollaro. La riapertura del mercato dell'eurosterlina ha anch'essa contribuito a soddisfare la domanda di emissioni denominate in valute diverse dal dollaro. L'attività negli altri settori è rimasta debole, fatta eccezione per alcune emissioni denominate in monete arabe collocate nei paesi dell'OPEC.

Ove si consideri l'intero anno, il dollaro è tuttavia rimasta la moneta dominante, rappresentando il 64% delle emissioni euobbligazionarie, con una lieve riduzione rispetto al 1976, mentre il marco tedesco ha aumentato la sua partecipazione dal 18 al 26%. La quota del dollaro canadese si è ridotta dal 9,5 al 3,5%, in parte a causa della sua debolezza sul mercato dei cambi; ciò nondimeno esso figura al terzo posto, mentre la presenza delle altre monete è rimasta molto modesta. Le emissioni in yen, lanciate per la prima volta nell'aprile del 1977, hanno avuto scarsa importanza quantitativa - sono stati emessi solo due prestiti - probabilmente a causa della persistente riluttanza delle autorità giapponesi a consentire che lo yen assuma un più importante ruolo internazionale.

Rendimenti sui mercati internazionali e nazionali delle obbligazioni in dollari USA e in DM.*
Dati di fine mese.



* I rendimenti delle obbligazioni USA sul mercato interno sono calcolati in relazione alla scadenza finale, gli altri in relazione alla scadenza media.

Il movimento ascendente dei tassi sui depositi in eurodollari, insieme agli aggiustamenti di portafoglio suscitati dall'andamento nei mercati dei cambi, hanno stimolato l'attività dei mercati secondari, ove il giro d'affari ha raggiunto livelli senza precedenti. Sebbene a volte si sia riscontrata qualche difficoltà nel collocare grosse partite di titoli in dollari a causa dell'aumento dei tassi di interesse a breve, i rendimenti

delle obbligazioni in eurodollari hanno continuato a diminuire fino ad agosto, giungendo a livelli perfino leggermente inferiori a quelli dei rendimenti di analoghi titoli del mercato interno americano. Di conseguenza, il differenziale fra i rendimenti delle euroobbligazioni in dollari e i tassi interbancari sull'eurodollaro a tre mesi si è contratto da 3,25 punti percentuali all'inizio dell'anno a circa 1,5 punti percentuali in settembre, senza che la domanda di obbligazioni in eurodollari ne risultasse scoraggiata. Tuttavia, in ottobre la debolezza del dollaro ha cominciato a far sentire i suoi effetti sulle condizioni del mercato. Diminuendo l'interesse degli investitori per le obbligazioni in dollari, i rendimenti hanno cominciato ad aumentare di nuovo e alla fine dell'anno erano giunti intorno all'8,5%, superando di circa $\frac{3}{8}$ di punto il minimo di agosto. I rendimenti sulle obbligazioni in marchi, invece, hanno continuato a digradare per tutto l'anno. Agli inizi del 1978 essi si situavano intorno al 6,5%, quasi un punto percentuale al disotto del loro livello di un anno prima. Poiché i tassi a breve sull'euromarco sono anch'essi diminuiti, la curva dei rendimenti non si è appiattita e il differenziale fra i rendimenti delle euroobbligazioni denominate in marchi e i tassi sugli eurodepositi a tre mesi è rimasto entro il 2,5-3,5%.

Le emissioni estere sui mercati nazionali si sono ridotte da \$18,9 miliardi nel 1976 a \$15,6 miliardi l'anno scorso. Negli Stati Uniti, dove le emissioni estere sono ammontate a \$7,6 miliardi, contro \$10,6 miliardi nel 1976, vi è stata una riduzione del 46% nell'indebitamento da parte di enti canadesi, connessa all'andamento dei tassi di cambio e dei tassi di interesse. In Svizzera la flessione anno su anno, da \$5,4 a 4,7 miliardi, è stata interamente attribuibile ad un rallentamento dei collocamenti privati, e non vi è stato alcun rilevante ricorso all'indebitamento fra maggio e settembre, allorché le condizioni monetarie interne si sono temporaneamente irrigidite. L'attività ha comunque ripreso un ritmo sostenuto nell'autunno, allorché il rafforzamento del franco svizzero sul mercato dei cambi e la conseguente espansione della liquidità hanno permesso un marcato miglioramento delle condizioni di emissione.

Le emissioni tradizionali di obbligazioni estere in Germania — una forma di finanziamento usata quasi esclusivamente dagli organismi internazionali — si sono ridotte da \$1,3 a 1,1 miliardi. Ciò nondimeno, il volume complessivo delle emissioni estere in marchi e delle euroemissioni in marchi (che, per alcuni aspetti, hanno le stesse caratteristiche delle emissioni tradizionali di obbligazioni estere) è aumentato da \$4,1 miliardi nel 1976 a \$6,3 miliardi nel 1977, portando la quota del marco sul totale delle emissioni obbligazionarie internazionali dal 12 al 18%.

Le emissioni estere sul mercato giapponese sono passate da \$0,3 miliardi nel 1976 a \$1,4 miliardi nel 1977, un movimento che, concentratosi nella seconda metà dell'anno e, a quanto sembra, proseguito anche nel 1978, è stato favorito dalla politica più liberale delle autorità giapponesi relativamente all'emissione di obbligazioni denominate in yen da parte di non residenti.

Una caratteristica dei mercati obbligazionari internazionali nel 1977 è stato il fatto che l'abbondanza di fondi e le agevoli condizioni di prestito hanno permesso ai mutuatari meno conosciuti di aumentare la loro quota sul totale. Significativo al riguardo è stato soprattutto l'aumento delle emissioni da parte dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, passate da \$1,7 miliardi nel 1976 a \$3,1 miliardi. Questo ammontare è attribuibile per due terzi a due paesi — Messico e Brasile — che, pur presentando già un'elevata posizione debitoria, hanno avuto accesso a questi mercati

in misura crescente. Anche qualche paese OPEC ha raccolto forti somme attraverso l'emissione di obbligazioni.

Comunque, il grosso delle emissioni internazionali è provenute ancora una volta dai paesi sviluppati, anche se la loro quota sulle emissioni totali si è ridotta leggermente, passando dal 70% nel 1976 al 68%. Si è registrata una netta diminuzione, da \$9,1 a 5,2 miliardi, nel ricorso al finanziamento obbligazionario internazionale da parte di enti canadesi, che sono tuttavia rimasti il più attivo gruppo di mutuatari. Analogamente, le emissioni da parte di enti francesi, il secondo gruppo per grandezza nel 1976, si sono ridotte da \$2,8 a 2 miliardi. Entrambi i paesi, comunque, hanno aumentato il loro ricorso al credito bancario internazionale. Per converso, alcuni paesi con un ampio fabbisogno di finanziamento della bilancia dei pagamenti, in particolare l'Austria, la Norvegia e la Svezia, hanno accelerato il loro ricorso al mercato delle emissioni internazionali.

Il ridotto volume di emissioni canadesi e francesi ha comportato una flessione, dal 48 al 46%, della quota del settore pubblico sull'indebitamento totale. L'anno scorso è invece aumentato il ricorso al mercato da parte di operatori privati, che ha rappresentato il 34% del volume totale delle emissioni, contro il 28% del 1976; l'aumento ha riguardato interamente le emissioni di euroobbligazioni. Ciò è derivato in certa misura da una ripresa nella richiesta di fondi da parte di alcune società non finanziarie che hanno lanciato qualche emissione di grosso ammontare. Sono state particolarmente attive le società multinazionali con sede nel Regno Unito e negli Stati Uniti, che hanno approfittato delle vantaggiose condizioni di emissione. In effetti le emissioni di società statunitensi hanno segnato un balzo da \$0,4 miliardi nel 1976 a \$1,6 miliardi. Le società giapponesi, soprattutto quelle non appartenenti al settore bancario, hanno continuato ad essere forti mutuatrici, raccogliendo \$1,9 miliardi, quasi la stessa cifra del 1976. Le emissioni di istituti finanziari sono continuate con un ritmo pressoché analogo al 1976, in gran parte nella forma di *notes* a tasso flottante che, soprattutto per le banche la cui normale provvista non si basa sul dollaro, costituiscono una fonte alternativa di fondi a lungo termine per le loro operazioni internazionali.

Nei primi mesi del 1978 il perdurare di un'ampia disponibilità di fondi da investire ha avvantaggiato soprattutto i settori delle emissioni denominate nelle monete più forti. Massicce emissioni in euromarchi, in franchi svizzeri e in yen sono state assorbite facilmente, sebbene i provvedimenti introdotti dalle autorità svizzere in febbraio per limitare l'acquisto di titoli in franchi svizzeri emessi da mutuatari esteri abbiano avuto un certo impatto sull'attività di tutto il settore riguardante la moneta svizzera. Per converso, le emissioni in eurodollari hanno incontrato costanti resistenze da parte degli investitori, riluttanti ad impiegare fondi in una moneta che si andava deprezzando.

Tuttavia, la situazione ha iniziato a cambiare all'inizio della primavera, quando il dollaro ha riacquisito una certa stabilità sul mercato dei cambi. Raffreddandosi l'entusiasmo degli investitori nei confronti del marco, il differenziale di rendimento fra le obbligazioni in dollari e quelle in euromarchi ha cominciato ad apparire eccessivo, e il volume delle emissioni in euromarchi ha iniziato a superare la nuova domanda di tali titoli. Per evitare una congestione del mercato, in maggio il comitato tedesco per il mercato dei capitali ha deciso la temporanea sospensione delle emissioni denominate in marchi da parte di non residenti.

VI. LA SCENA MONETARIA INTERNAZIONALE.

In questo capitolo si esaminano i principali sviluppi monetari internazionali degli ultimi diciotto mesi. La prima sezione tratta dell'andamento dei tassi di cambio delle principali monete in tale periodo, con particolare riferimento alla debolezza del dollaro fra la metà del 1977 e il marzo 1978. La seconda sezione esamina, relativamente alle monete dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, il contributo delle variazioni dei tassi di cambio al processo di aggiustamento, sia durante gli ultimi diciotto mesi, sia dalla fine del 1970. La terza sezione fornisce un resoconto della produzione e dell'andamento dei mercati dell'oro durante l'anno scorso, i cui aspetti più significativi sono stati gli ulteriori aumenti dell'assorbimento per usi non monetari e del prezzo in dollari del metallo. La quarta sezione descrive la crescita molto sostenuta registratasi l'anno scorso nelle riserve globali, in larga parte derivante dal disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti, e tratta della futura disponibilità di riserve per soddisfare le esigenze del sistema monetario nel suo complesso.

L'andamento dei tassi di cambio.

La caratteristica dominante dell'andamento dei mercati dei cambi nel periodo in esame è stato il forte deprezzamento del dollaro fra la fine del giugno 1977 e il marzo 1978, cui ha fatto riscontro l'apprezzamento delle monete dei principali paesi in avanzo, cioè lo yen, il franco svizzero e il marco tedesco. Inoltre, la debolezza del dollaro ha rafforzato l'effetto delle vigorose politiche di aggiustamento interno nell'invertire le sorti di tre principali monete — la sterlina, il franco francese e la lira italiana — che erano state particolarmente deboli durante tutto o gran parte del 1976. Nel 1977 e all'inizio del 1978 solo il dollaro canadese e la corona svedese, fra le monete dei principali paesi industriali, hanno presentato un deprezzamento non solo in termini di tasso di cambio medio ponderato in base al commercio con l'estero, ma anche rispetto al dollaro. Dal marzo 1978 il dollaro si è rafforzato in modo molto accentuato e a maggio inoltrato si trovava ben al disopra dei precedenti minimi rispetto alle monete dei principali paesi eccedentari, e in particolare rispetto al franco svizzero.

La causa fondamentale della debolezza del *dollaro USA* è stato il perdurare, per tutto il periodo in esame, di un ingente disavanzo di parte corrente nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, accompagnato da una certa accelerazione del tasso di incremento dei prezzi al consumo interni. Tuttavia, nei primi cinque mesi e mezzo del 1977, il dollaro nel complesso ha mantenuto una notevole stabilità, dovuta in larga misura a forti interventi sul mercato da parte della Banca d'Inghilterra e della Banca d'Italia, che stavano entrambe ricostituendo le loro riserve in valuta. Sebbene in questo periodo il dollaro si sia deprezzato del 6,7% rispetto allo yen, contemporaneamente esso si è apprezzato del 4,5% rispetto al dollaro canadese, cosicché a giugno inoltrato

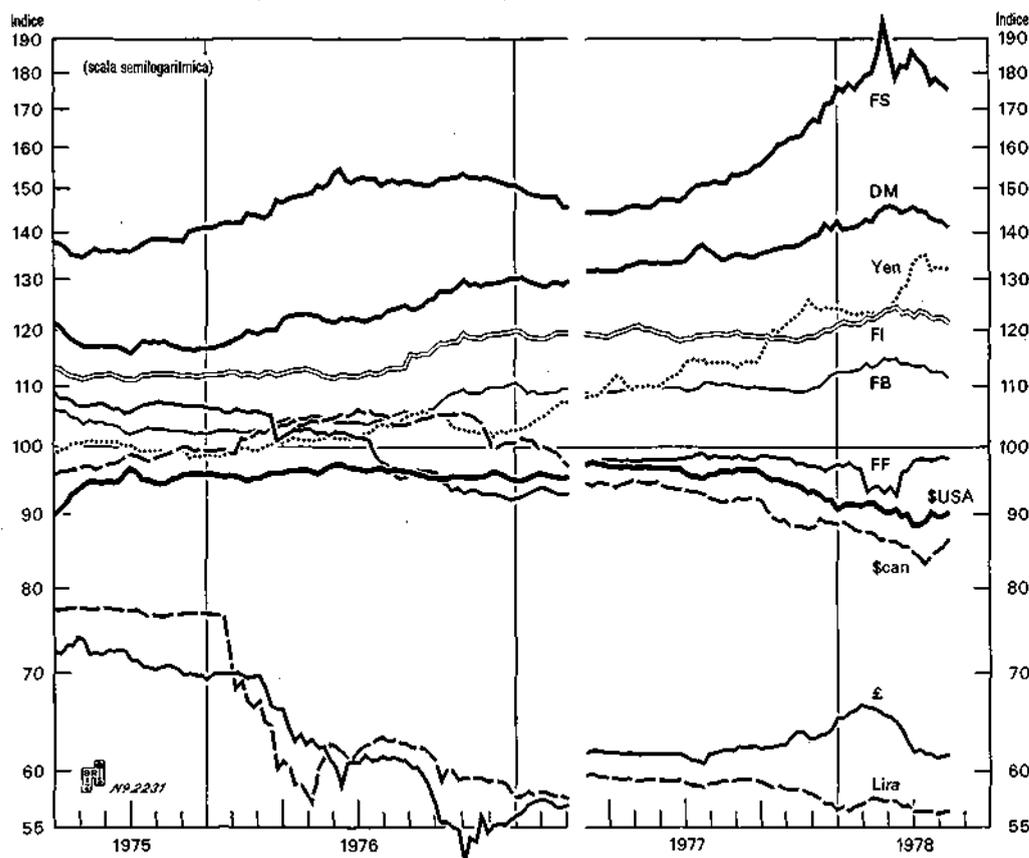
il cambio medio ponderato era inferiore di meno dell'1% al livello dell'inizio dell'anno.

Gli eventi hanno segnato una svolta dopo il 24 giugno, allorché in un comunicato emesso dai ministri delle finanze dei paesi dell'OCSE, al termine di una riunione a Parigi, si è affermato che i paesi membri con una solida posizione dei conti con l'estero erano disposti a lasciare che le posizioni delle loro partite correnti si deteriorassero e che le loro monete si apprezzassero sotto l'effetto delle forze di mercato. Si sono allora avute ingenti vendite di dollari, con il risultato che nelle quattro settimane precedenti il 22 luglio questa moneta si deprezzava di circa il 4% rispetto al marco tedesco e al franco svizzero, di quasi un ulteriore 3% rispetto allo yen e dell'1,5% su base media ponderata. Verso la fine di luglio, un aumento dei tassi di interesse a breve termine negli Stati Uniti ed alcune dichiarazioni di fonte ufficiale americana che sottolineavano l'importanza di un dollaro forte hanno provocato una ripresa del tasso di cambio. In effetti, a settembre inoltrato, il cambio del dollaro, su base media ponderata, era ritornato al livello di tre mesi prima, sebbene restasse ancora lievemente deprezzato rispetto al marco tedesco, al franco svizzero e allo yen.

Verso la fine di settembre, il dollaro è nuovamente divenuto oggetto di pressioni e, questa volta, più intense di prima. In occasione dell'Assemblea annuale del Fondo monetario internazionale, il Segretario del Tesoro degli Stati Uniti aveva affermato che il disavanzo di parte corrente per il 1977 sarebbe probabilmente stato dell'ordine di \$16-20 miliardi, e nello stesso tempo previsioni di fonte privata negli Stati Uniti prospettavano un ulteriore peggioramento per il 1978. Date queste premesse ed altre circostanze, come le remore poste dal Congresso al piano del Presidente sull'energia e la cessazione, verso la fine di ottobre, dei massicci interventi della Banca d'Inghilterra sul mercato dei cambi, il dollaro è entrato in una spirale discendente, sebbene venissero attuate varie misure per ricondurre la situazione sotto controllo. Fra queste, un nuovo considerevole ampliamento in favore del dollaro del differenziale nei tassi di interesse a breve, vari provvedimenti amministrativi da parte della Germania, del Giappone e della Svizzera contro l'afflusso di capitali, massicci interventi ufficiali sui mercati dei cambi da parte dei principali paesi eccedentari, e prelievi, per un totale di \$0,8 miliardi, del Federal Reserve System sulla sua linea reciproca di credito con la Deutsche Bundesbank. Fra settembre inoltrato e la fine dell'anno il dollaro si era deprezzato di un ulteriore 7% in termini di tasso medio ponderato, di circa il 10% verso il marco tedesco e lo yen, e del 15% nei confronti del franco svizzero.

Il 21 dicembre l'intenzione del governo americano di reagire alla situazione di disordine che si era creata sul mercato dei cambi veniva, per la prima volta, pubblicamente ribadita al più alto livello, cioè dal Presidente. Poco dopo, il 4 gennaio 1978, è stato annunciato che il Tesoro degli Stati Uniti aveva concordato una speciale linea reciproca di credito - il cui importo non è stato reso noto - con la Deutsche Bundesbank, al fine di consentirgli di cooperare con il Federal Reserve System e con le banche centrali straniere, per frenare la speculazione e ristabilire l'ordine sui mercati dei cambi. Questo annuncio è stato seguito, il 9 gennaio, da un aumento dello 0,5% del tasso ufficiale di sconto negli Stati Uniti, deciso per la prima volta dopo molti anni, in base a considerazioni puramente esterne. Da allora, per un certo tempo, il dollaro si è mantenuto stabile. Ma ben presto i mercati hanno cominciato a considerare i vari provvedimenti degli Stati Uniti null'altro che un cambiamento di tattica, e in febbraio ha preso l'avvio una nuova ondata speculativa che, nonostante ulteriori massicci inter-

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



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

venti da parte delle autorità giapponesi, tedesche, svizzere e americane, ha portato il deprezzamento del dollaro nei confronti del marco tedesco, del franco svizzero e dello yen fra la fine del settembre 1977 e l'inizio del marzo 1978 rispettivamente al 14,6, 24,7 e 12,5%.

Sui mercati europei dei cambi, questo è stato il punto di minimo per il dollaro. Quando, il 13 marzo, le autorità tedesche e statunitensi hanno annunciato ulteriori misure - tra cui la decisione di raddoppiare, portandola a \$4 miliardi, la linea reciproca di credito tra il Federal Reserve System e la Deutsche Bundesbank, la vendita degli Stati Uniti alla Germania di 600 milioni di DSP al fine di procurarsi marchi tedeschi per interventi sul mercato e l'annuncio, da parte delle autorità statunitensi, di essere pronte, se necessario, ad attingere alla loro posizione di riserva sul FMI - il dollaro aveva già cominciato a rafforzarsi rispetto sia al marco tedesco sia al franco svizzero, e l'atmosfera sul mercato dei cambi era migliorata. Tuttavia, le pressioni sullo yen sono aumentate molto nettamente in marzo, e nel corso del mese la Banca del Giappone è intervenuta in acquisto sul mercato dei cambi per oltre \$5 miliardi; agli inizi di aprile il dollaro è caduto a yen 218. Nel corso del mese, comunque, le condizioni sono divenute più calme anche sul mercato di Tokyo e il dollaro ha cominciato ad apprezzarsi rispetto allo yen. A maggio inoltrato, con l'aiuto

di un ulteriore inasprimento della politica monetaria americana, il dollaro si è ripreso, passando rispettivamente a circa l'11, il 6 e il 4% al disopra dei minimi nei confronti del franco svizzero, del marco tedesco e dello yen.

Fra le monete che nel periodo in esame si sono dimostrate più forti sul mercato dei cambi, lo *yen giapponese* aveva iniziato ad apprezzarsi per primo, verso la fine del 1976, allorché l'avanzo delle partite correnti del Giappone aumentò fortemente. Nel primo trimestre del 1977 lo yen si è apprezzato del 5,9% rispetto al dollaro, passando da yen 293 a yen 276,70, e del 6,3% in termini di cambio medio ponderato. La quotazione si è mantenuta stabile fino a quasi la metà dell'anno, quando la debolezza generale del dollaro ha provocato un nuovo apprezzamento, portando il cambio a yen 263,25 a metà luglio. L'intervento delle autorità giapponesi sul mercato dei cambi è stato relativamente modesto: in effetti, alla fine di settembre le riserve giapponesi superavano di appena \$1,7 miliardi il livello della fine del 1976, ed una notevole parte dell'incremento era dovuta ai proventi delle disponibilità ufficiali in dollari.

Tuttavia, in occasione della seconda e più intensa fase di debolezza del dollaro, iniziata verso la fine di settembre, le autorità giapponesi hanno accentuato i loro interventi sui mercati dei cambi, cosicché le riserve sono aumentate di \$4,3 miliardi in ottobre e novembre. Inoltre, sono stati annunciati vari provvedimenti per stimolare la domanda interna, elevare il livello delle importazioni e contrastare gli afflussi speculativi di fondi: in settembre è stato introdotto un insieme di provvedimenti comportanti una spesa pubblica aggiuntiva di \$7,5 miliardi, unitamente ad un abbassamento del saggio ufficiale di sconto dal 5 al 4,25% e ad una riduzione delle riserve obbligatorie delle banche; a questi provvedimenti seguiva, in novembre, un programma di ampliamento delle importazioni per \$3 miliardi, il divieto all'acquisto di buoni del Tesoro da parte di non residenti e l'introduzione di una riserva obbligatoria del 50% sugli incrementi dei depositi liberi in yen di non residenti. Ciò nonostante, a metà dicembre l'apprezzamento della moneta giapponese rispetto al dollaro ne aveva portato il cambio a yen 238 e l'apprezzamento su base media ponderata rispetto alla fine del 1976 era del 20,5%.

Il tasso di cambio si è quindi mantenuto relativamente stabile sino verso la fine del febbraio 1978, quando la rinnovata debolezza del dollaro ha sottoposto lo yen a nuove pressioni, intensificatesi a metà marzo, allorché la situazione sui mercati valutari europei è divenuta più calma. La Banca del Giappone è intervenuta sul mercato dei cambi in modo ancora più massiccio che alla fine del 1977 e in marzo le riserve sono aumentate di oltre \$5 miliardi. Il 16 dello stesso mese il saggio ufficiale di sconto è stato ulteriormente ridotto al 3,5%, la riserva obbligatoria sui nuovi incrementi dei depositi liberi in yen di non residenti è stata portata al 100% ed agli stranieri è stato vietato l'acquisto di qualsiasi titolo giapponese a reddito fisso con scadenza inferiore a cinque anni e un mese. Dopo aver raggiunto una punta di 218 yen per un dollaro all'inizio di aprile, il valore dello yen è sceso leggermente. A maggio inoltrato il cambio con il dollaro era di 227,40, mentre l'apprezzamento medio ponderato dalla fine del 1976 era di circa il 27%.

Sebbene nel periodo in esame abbia presentato un apprezzamento complessivo secondo solo a quello dello yen, il *franco svizzero* è stato molto stabile nell'arco della prima metà del 1977. Da circa FS 2,45 rispetto al dollaro all'inizio dell'anno, il suo valore era in effetti sceso intorno a FS 2,56 agli inizi di marzo, prima di risalire a circa FS 2,50 immediatamente prima che sopravvenisse la generale debolezza

del dollaro verso la metà dell'anno. Anche il cambio medio ponderato del franco era, verso la fine di giugno, lievemente inferiore al livello dell'inizio dell'anno.

Quando il dollaro si è indebolito, il franco si è apprezzato più di ogni altra moneta. Durante la restante parte del 1977 esso non solo si è apprezzato di circa il 24% - passando a FS 2,01 - nei confronti del dollaro, ma anche di quasi il 20% sulla base del tasso di cambio medio ponderato. Questa cifra include un apprezzamento nei confronti dello yen e del marco tedesco del 9,6 e dell'11,6% rispettivamente. Gli acquisti totali di dollari da parte della Banca Nazionale Svizzera sui mercati dei cambi, durante tale periodo, sono stati pari a FS 12,7 miliardi. Inoltre, nel luglio 1977 il tasso ufficiale di sconto è stato ridotto dal 2 all'1,5%, verso la fine di settembre è stato fatto divieto ai non residenti di acquistare franchi a termine per periodi inferiori a un mese, e in novembre è stata vietata l'apposizione di clausole di rimborso anticipato alle nuove emissioni estere di titoli a medio termine stilati in franchi svizzeri.

Dopo un ulteriore lieve aumento nel gennaio 1978, il franco si è di nuovo fortemente apprezzato in febbraio, toccando verso la fine del mese il livello mai prima raggiunto di FS 1,77 rispetto al dollaro. Le punte massime dell'apprezzamento complessivo dalla fine del giugno 1977, rispettivamente sulla base del cambio medio ponderato e nei confronti del dollaro, sono state del 32,4 e del 41,3%. Alla fine del febbraio 1978 sono stati presi ulteriori provvedimenti per contenere l'apprezzamento del franco. Questi comprendono: con effetto dal 1° aprile, l'estensione ai conti delle banche centrali dell'interesse negativo del 10% per trimestre applicato sui depositi in franchi svizzeri di non residenti ed una riduzione del 20% del limite al disotto del quale l'interesse negativo non si applica; il divieto, con decorrenza immediata, di vendita di titoli stilati in franchi svizzeri a non residenti, attenuato dalla sola parziale eccezione riguardante i titoli esteri emessi sul mercato svizzero; e il ripristino di massimali all'importazione di banconote estere. Inoltre è stato ridotto all'1% il saggio ufficiale di sconto. Questi provvedimenti sono riusciti ad invertire la precedente tendenza e il 13 marzo il cambio del dollaro era risalito a FS 1,98. Per quanto questo livello non sia stato poi mantenuto, a maggio inoltrato il tasso a pronti era a circa FS 1,97 rispetto al dollaro, mentre il cambio medio ponderato risultava inferiore di oltre il 9% rispetto al massimo precedente.

Anche il *marco tedesco* si è mantenuto alquanto stabile durante il primo semestre del 1977, con oscillazioni dell'1,75% del cambio medio ponderato e del 3,5% di quello nei confronti del dollaro. Quando quest'ultimo si è indebolito, i movimenti del marco tedesco sono stati nella stessa direzione, anche se molto meno pronunciati di quelli del franco svizzero. Durante la prima fase di pressioni sul dollaro, fra la fine di giugno e la fine di luglio, il marco si è apprezzato di quasi il 5% rispetto a questa moneta, sfiorando il cambio di DM 2,25 per un dollaro, mentre il cambio medio ponderato si è rafforzato del 3%. La Bundesbank ha ridotto, a metà luglio, dal 4,5 al 4% il suo tasso sulle anticipazioni ed è inoltre intervenuta per \$0,6 miliardi sul mercato dei cambi.

Nel quarto trimestre dell'anno il marco tedesco si è apprezzato di un ulteriore 10,5% rispetto al dollaro, da poco più di DM 2,32 il 29 settembre a circa DM 2,10 il 30 dicembre. Durante lo stesso periodo il cambio medio ponderato si è rafforzato del 5%. Fra i provvedimenti allora adottati dalle autorità tedesche per moderare l'apprezzamento del marco vi sono stati: ulteriori riduzioni del saggio ufficiale di

sconto e del tasso sulle anticipazioni, l'estensione da 2 a 4 anni della scadenza minima dei titoli tedeschi di cui è consentito l'acquisto ai non residenti, un aumento della riserva obbligatoria sui depositi bancari di non residenti e l'imposizione di una riserva dell'80% su qualsiasi incremento dei medesimi successivo alla fine del 1977. Comunque, ancor più di questi provvedimenti, spiccano per la loro entità gli interventi delle autorità tedesche sul mercato dei cambi. Per la prima volta dall'inizio del 1973, si è trattato di ingenti acquisti di dollari, che sono stati la principale causa dell'incremento di \$5,2 miliardi nelle riserve della Bundesbank nell'ultimo trimestre dell'anno.

Dopo essere leggermente calato nel gennaio del 1978, anche il marco tedesco è stato coinvolto nella nuova ondata di debolezza del dollaro iniziata in febbraio. Il 1° marzo il cambio rispetto al dollaro ha raggiunto una punta di DM 1,9925, portando al 18,2% l'apprezzamento complessivo nei confronti di quella moneta dalla fine di giugno 1977. Durante lo stesso periodo il rafforzamento del cambio medio ponderato è stato del 9,5%. Successivamente, ancor prima del comunicato congiunto delle autorità tedesche e statunitensi del 13 marzo (vedasi pagina 120), il tasso di cambio del marco aveva cominciato a flettere, e a maggio inoltrato il valore del marco era sceso di quasi il 6% al disotto del precedente massimo rispetto al dollaro e di oltre il 3% su base ponderata. Con effetto dal 1° giugno è stato abolito il coefficiente di riserva dell'80% sugli incrementi dei depositi bancari di non residenti, e sono stati ridotti i coefficienti applicabili alle consistenze di tali depositi.

La ripresa della *sterlina*, iniziata alla fine del 1976, è continuata sostenuta per gran parte del 1977. Nei primi mesi dell'anno la crescente fiducia nella *sterlina* era stata rafforzata dal buon esito, in gennaio, dei negoziati relativi ad un credito *stand-by* del FMI per \$3,9 miliardi e, in febbraio, di uno schema di finanziamento relativo ai saldi in sterline per \$3 miliardi. Piuttosto che lasciare salire ancora il tasso di cambio - aumentato rispetto al dollaro da \$1,555 verso la fine di ottobre a quasi \$1,72 a metà gennaio 1977 - le autorità hanno preferito reintegrare le precedenti perdite di valuta. Durante i primi sei mesi del 1977 sono stati acquistati circa \$5 miliardi sui mercati dei cambi, e nel corso dello stesso periodo il *minimum lending rate* della Banca d'Inghilterra è stato ridotto dal 14,25 all'8%.

Dal tardo giugno in poi la politica di mantenere un tasso di cambio stabile nei confronti del dollaro comportava - dal momento che questa moneta si indeboliva nei confronti di quelle di quasi tutti gli altri principali *partners* commerciali del Regno Unito - un deprezzamento del cambio medio ponderato della *sterlina*. Conseguentemente il 27 luglio, spostando il punto di riferimento della loro politica dei cambi, le autorità britanniche hanno lasciato che il cambio con il dollaro superasse il livello di \$1,72 in misura sufficiente (di fatto esso arrivò a circa \$1,74) a riguadagnare la leggera perdita registrata in termini di tasso medio ponderato.

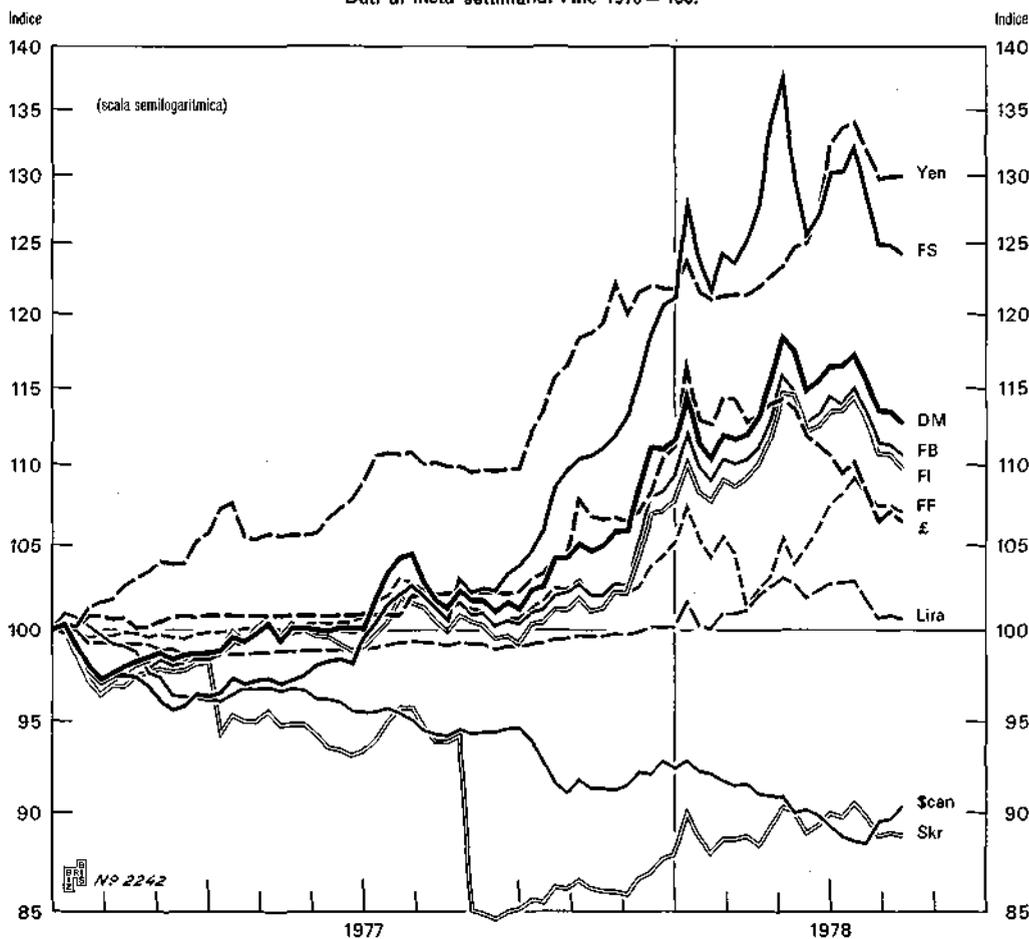
Allorché, in ottobre, il dollaro è stato di nuovo sottoposto a pesanti pressioni, si è rafforzata la domanda di sterline, sebbene dalla metà del mese il *minimum lending rate* della Banca d'Inghilterra fosse stato ridotto al 5%. In ottobre le riserve britanniche aumentavano di altri \$3 miliardi in seguito ad interventi della Banca d'Inghilterra, e nel corso del mese è divenuto sempre più chiaro che la stabilità del cambio, anche di quello medio ponderato, non era più compatibile con gli obiettivi monetari che le autorità britanniche si erano prefissi. Pertanto, dal 31 ottobre sono stati abbandonati i tentativi di stabilizzare il tasso di cambio medio ponderato. Immediatamente

il cambio con il dollaro è balzato da circa \$ 1,775 a 1,85 e il tasso effettivo è aumentato di oltre il 3%. Dopo aver mostrato alcune oscillazioni rispetto a questo livello, la sterlina ha iniziato ad apprezzarsi di nuovo e questa tendenza è continuata sino alla fine del gennaio 1978, epoca alla quale rispetto alla fine del 1976 il cambio medio ponderato della sterlina era aumentato di oltre l'8,5% e quello nei confronti del dollaro - che aveva raggiunto \$ 1,95 - del 14,5%. Più di recente, la ripresa del dollaro e il parallelo aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti hanno contribuito alla fuoriuscita dei fondi precedentemente affluiti. In aprile la Banca d'Inghilterra ha sostenuto la sterlina sul mercato dei cambi con interventi per oltre \$ 2 miliardi, e a maggio inoltrato il tasso di cambio medio ponderato è ricaduto leggermente al disotto del livello della fine del luglio 1977 e quello nei confronti del dollaro a circa \$ 1,81.

Nel 1977 il tasso di cambio medio ponderato del *franco francese* ha presentato una notevole stabilità, dopo un deprezzamento del 13,3% l'anno precedente. Questa stabilità è stata dovuta soprattutto al programma di stabilizzazione interna introdotto nel settembre 1976, che ha provocato una certa riduzione del tasso di aumento dei prezzi e un netto miglioramento della bilancia commerciale.

Tassi di cambio nominali: oscillazioni rispetto al dollaro USA.

Indici delle quotazioni a pronti di alcune monete.
Dati di metà settimana. Fine 1976 = 100.



Tuttavia, come per altre monete, fra i due semestri dell'anno vi è stata una marcata differenza, che rispecchia le sorti del dollaro. Nel primo semestre il franco è rimasto stabile sia rispetto al dollaro sia nei confronti della maggior parte delle altre principali monete; il cambio con il dollaro si è mantenuto nell'ambito di FF 4,92-5,00 e le fluttuazioni del tasso di cambio effettivo sono rimaste per lo più entro un margine dell'1%. Nel secondo semestre, invece, il cambio con il dollaro si è rafforzato, passando a FF 4,71 alla fine di dicembre; nel frattempo il franco ha perduto rispettivamente il 5,8 e il 14,1% nei confronti del marco tedesco e del franco svizzero, monete esposte a spinte al rialzo ben maggiori. Comunque, il tasso effettivo ha continuato a presentare scarse variazioni: a quota 97,2 rispetto al livello post-smithsoniano, ha chiuso l'anno praticamente sui livelli della fine del 1976.

Gli eventi hanno assunto un corso diverso nel febbraio 1978, allorché i timori di una vittoria dei partiti dell'opposizione alle elezioni parlamentari di marzo hanno provocato forti pressioni al ribasso sul franco. Il tasso di cambio medio ponderato si è indebolito di circa il 3,5% nella prima settimana di febbraio, mentre il dollaro si è rafforzato passando a quasi FF 4,94. Solo la vigorosa azione della Banca di Francia, che è intervenuta sui mercati dei cambi e ha inasprito le condizioni sui mercati monetari, ha precluso un'ulteriore flessione. Dopo la vittoria elettorale dei partiti facenti parte della precedente maggioranza, il franco ha registrato una netta ripresa. A marzo inoltrato il cambio medio ponderato aveva riguadagnato il terreno perduto, e all'inizio di aprile il dollaro era ridisceso a meno di FF 4,54. Successivamente il franco, pur deprezzandosi lievemente rispetto al dollaro, ha continuato a rafforzarsi in termini di tasso di cambio medio ponderato.

Analogamente al franco francese, sebbene in misura minore, anche la *lira italiana* è rimasta molto più stabile nel periodo in esame di quanto fosse avvenuto nel 1976. Mentre in quell'anno essa aveva registrato un deprezzamento medio ponderato del 25%, la flessione dell'anno scorso è stata limitata al 6% e si è prodotta praticamente per intero durante l'ultima parte dell'anno, quando altre importanti monete andavano apprezzandosi rispetto al dollaro, mentre le autorità italiane consentivano che la lira si apprezzasse rispetto a questa moneta soltanto in misura limitata, cioè da poco meno di lire 885 a circa lire 871,50, livello molto vicino a quello della fine del 1976. La bilancia dei pagamenti è passata da una posizione deficitaria ad una eccedentaria ed inoltre vi sono stati considerevoli afflussi di fondi attraverso il sistema bancario, cosicché la stabilità del cambio con il dollaro, analogamente a quanto avvenuto nel Regno Unito per gran parte dell'anno, è stata mantenuta grazie a massicci acquisti ufficiali di dollari sul mercato. Nel gennaio e febbraio 1978 la lira si è rafforzata, sia rispetto al dollaro sia in termini di tasso medio ponderato, ma a maggio inoltrato è ritornata in prossimità dei livelli della fine del 1977.

Il *dollaro canadese* nel periodo in esame si è deprezzato non solo in termini di tasso medio ponderato, ma anche rispetto al dollaro USA. La moneta canadese aveva cominciato a indebolirsi già verso la fine del 1976, dopo la vittoria del partito separatista nelle elezioni del Quebec. A distanza di un mese da questo evento il cambio medio ponderato era sceso di circa il 4,5% - in gran parte per il timore che fosse stata gravemente compromessa la capacità, per il paese, di reperire all'estero i fondi necessari a finanziare il suo forte disavanzo nelle partite correnti - mentre rispetto al dollaro USA il cambio era passato da oltre \$USA 1,02 a meno di \$0,975. In realtà, nell'aprile 1977 l'affidamento del Canada quale mutuatario sul mercato dei capitali statunitense, principale fonte di fondi per il paese, risultava inalterato; nondimeno,

alla fine del 1977 il cambio del dollaro canadese si era ridotto a circa \$USA 0,915. Questo andamento è da attribuire soprattutto ad una riduzione dal 3,5% ad appena lo 0,5% del differenziale dei tassi di interesse a breve fra il Canada e gli Stati Uniti. Nel 1977 gli interventi ufficiali delle autorità canadesi sul mercato dei cambi hanno comportato perdite di riserve per \$USA 1,2 miliardi, e il tasso di cambio medio ponderato del dollaro canadese si è deprezzato del 10%.

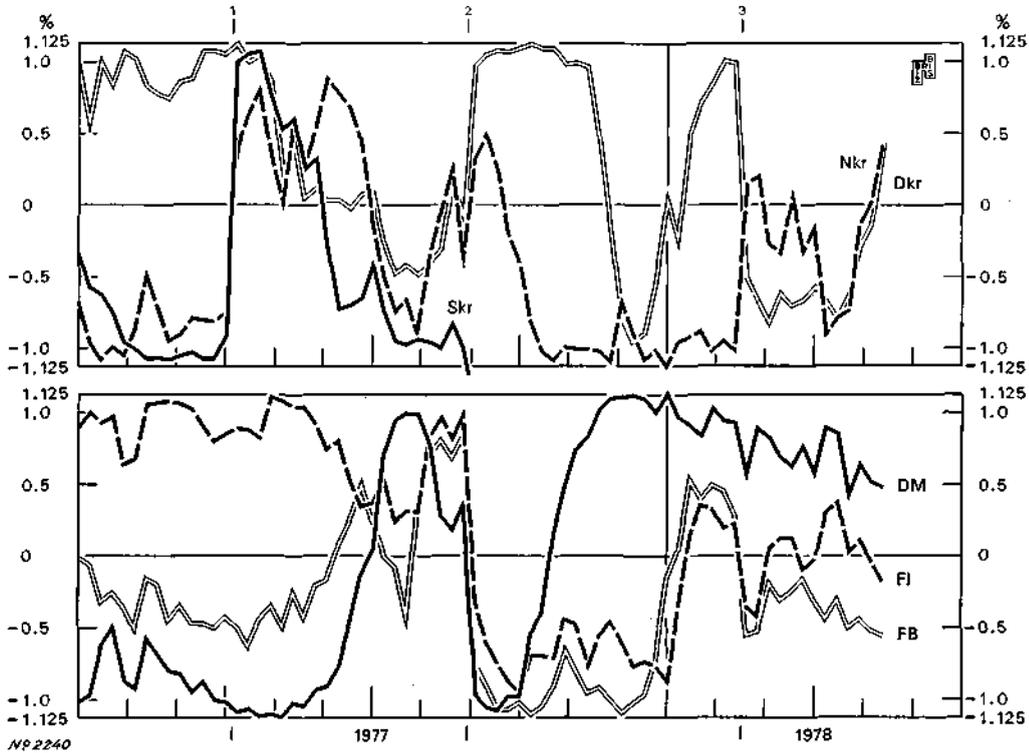
Nei primi mesi del 1978 il dollaro canadese è ulteriormente calato, toccando un nuovo minimo di poco meno di \$USA 0,87 in aprile, mentre il cambio medio ponderato si deprezzava ancora del 6%. La perdita delle riserve durante il primo trimestre è stata di \$USA 1,4 miliardi, se si tiene conto di \$750 milioni prelevati da un credito rotativo per \$1,5 miliardi reso disponibile dalle *chartered banks* canadesi nell'ottobre 1977, e successivamente portato a \$2,5 miliardi nell'aprile del 1978. Il saggio ufficiale di sconto è stato elevato per due volte di mezzo punto, nel marzo e nell'aprile del 1978, e a maggio inoltrato il dollaro canadese si è rafforzato, giungendo a un livello di poco inferiore a \$USA 0,90.

Sotto l'influenza congiunta di una debole bilancia dei pagamenti e di un'elevata inflazione interna, anche la *corona svedese* si è deprezzata durante il periodo in esame, non solo in base al tasso di cambio medio ponderato, ma anche rispetto al dollaro. Inoltre, alla fine dell'agosto 1977 la corona si è ritirata dalla fluttuazione congiunta europea. Nel primo trimestre del 1977 la corona si era indebolita rispetto al dollaro, passando da Skr 4,11 a quasi Skr 4,21; per l'intero mese di febbraio e quasi tutto marzo essa era stata la moneta più debole del "serpente", anche se non si erano resi necessari interventi di sostegno su vasta scala da parte della Banca di Svezia. Il 4 aprile, in una situazione di relativa calma sui mercati dei cambi, in termini di tassi centrali di cambio la corona è stata svalutata del 6% rispetto al marco tedesco, al franco belga e al fiorino olandese e di circa il 3% rispetto alla corona norvegese e a quella danese. Il 5 aprile è seguita una svalutazione del 5,7% del marco finlandese su base media ponderata.

Dopo un breve periodo di solidità, la corona ha ben presto ricominciato a scendere entro il "serpente"; dalla metà di giugno in poi essa è ritornata ad essere la più debole moneta nella fluttuazione congiunta e, per mantenerla, sono occorsi ingenti interventi ufficiali di sostegno, per circa \$2 miliardi complessivi, finché il 29 agosto è stata ritirata dalla fluttuazione congiunta. Contemporaneamente è stato deciso di svalutare la corona del 10% rispetto ad un paniere di monete dei quindici principali *partners* commerciali della Svezia, portando così a circa il 15% la svalutazione complessiva della corona in base al tasso di cambio medio ponderato dalla fine del 1976, e di regolare d'allora in poi il tasso di cambio sulla base di questo paniere. Da quel momento il tasso di cambio effettivo della corona è stato mantenuto notevolmente stabile, quasi sempre entro un margine di oscillazione dell'1%, mentre rispetto al dollaro la corona si è rafforzata passando da Skr 4,855 a 4,65 verso la fine del maggio 1978.

All'interno della *fluttuazione congiunta europea* vi sono stati tre riallineamenti dei tassi di cambio nel periodo in esame, due dei quali hanno riguardato, come sopra descritto, la corona svedese. La necessità di questi riallineamenti è derivata soprattutto dai tassi di inflazione molto più elevati registrati dai paesi scandinavi partecipanti, i cui effetti entro il "serpente" sono stati aggravati, alla fine del 1977 e all'inizio del 1978, dalla conversione di posizioni dal dollaro al marco tedesco.

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



¹ Aggiustamenti dei tassi centrali del 4 aprile 1977. ² Aggiustamenti dei tassi centrali del 29 agosto 1977. La corona svedese si è ritirata dal "serpente" lo stesso giorno. ³ Aggiustamenti dei tassi centrali del 13 febbraio 1978.

Il primo di questi riallineamenti è stato avviato dalla Svezia all'inizio di aprile ed ha comportato, oltre alla più accentuata svalutazione della corona svedese, anche una svalutazione del 3% rispetto al marco, al franco belga e al fiorino olandese dei tassi centrali delle corone norvegese e danese. Il secondo riallineamento, avvenuto quando la corona svedese si è ritirata dal "serpente", ha comportato ulteriori aggiustamenti verso il basso - del 5% - delle monete danese e norvegese rispetto agli altri tre partecipanti.

Nonostante questi riallineamenti, il "serpente" è divenuto nuovamente oggetto di pressioni nell'ultimo trimestre del 1977. Con lo spostamento di fondi dal dollaro verso il marco, in novembre la moneta tedesca si è di nuovo collocata al limite superiore del "serpente" e tutte le altre banche centrali partecipanti hanno dovuto vendere marchi tedeschi, in quantità particolarmente massicce la Banca Nazionale del Belgio e la Banca di Norvegia, al fine di mantenere le proprie monete entro la fascia del 2,25%. Nel contempo, i Paesi Bassi hanno elevato il tasso ufficiale di sconto dal 3,5 al 4,5% in novembre e il Belgio dal 6 al 9% in dicembre. Dopo una temporanea tregua nel gennaio 1978, il rinnovato apprezzamento del marco tedesco rispetto al dollaro ha condotto, il 13 febbraio, a un'ulteriore svalutazione dell'8% della corona norvegese rispetto a tutte le altre monete partecipanti. Da allora, la fascia del "serpente" si è mantenuta ben dentro i suoi limiti estremi, le autorità dei Paesi Bassi e del Belgio hanno potuto ridurre di nuovo il loro saggio ufficiale di sconto e sono stati rimborsati tutti i debiti contratti in relazione a precedenti operazioni di sostegno.

I tassi di cambio e la competitività internazionale.

L'ampiezza dei movimenti dei tassi di cambio descritti nella sezione precedente, insieme al perdurare di forti squilibri delle partite correnti in alcuni dei paesi le cui monete hanno avuto una parte di rilievo in quei movimenti, ha risollevato i dubbi, presso alcuni osservatori, sulla efficacia delle variazioni dei tassi di cambio nel processo di aggiustamento internazionale. Perché, nonostante i drastici riallineamenti nominali delle monete, è stato nel complesso tanto difficile modificare i tassi di cambio reali? Perché, nei casi di reali variazioni nella posizione competitiva, gli effetti di queste sulla bilancia dei pagamenti non sono stati maggiori?

I grafici riportati nelle pagine seguenti cercano di fornire elementi di risposta a queste domande, almeno per quanto riguarda le monete dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, non solo per gli ultimi diciotto mesi, ma per l'intero periodo successivo al 1971. Per ciascuno dei paesi considerati, la parte superiore del grafico mostra l'andamento del tasso effettivo di cambio e quello dei prezzi e dei costi interni in relazione alla media ponderata negli altri paesi del gruppo. I movimenti ascendenti delle linee costruite sugli indici dei costi e dei prezzi scelti per un dato paese mostrano la misura in cui tale aspetto della sua posizione è migliorato rispetto a quello del resto del gruppo e viceversa. Movimenti paralleli del tasso effettivo di cambio di un paese e dei suoi indici dei costi e dei prezzi relativi stanno ad indicare che la sua posizione competitiva non è cambiata, mentre movimenti divergenti denotano un deterioramento o un miglioramento, secondo i casi, del tasso di cambio reale.

In parecchi paesi i movimenti dei vari indici dei costi e dei prezzi mostrati nei grafici non sono affatto uniformi. In particolare vi sono alcuni casi in cui l'andamento dei costi unitari del lavoro — che, in combinazione con quello del tasso effettivo di cambio, è considerato il principale indicatore della posizione competitiva di un paese — ha presentato divergenze rispetto a quello del valore unitario delle esportazioni. Tali divergenze indicano che vi è stata una variazione dei margini di profitto interni relativamente a quelli degli altri paesi esaminati.

I pesi usati per il calcolo degli indici dei tassi di cambio, dei prezzi e dei costi sono basati sulla quota dei paesi esaminati nel commercio internazionale dei manufatti e considerano la concorrenza reciproca e sui mercati terzi.

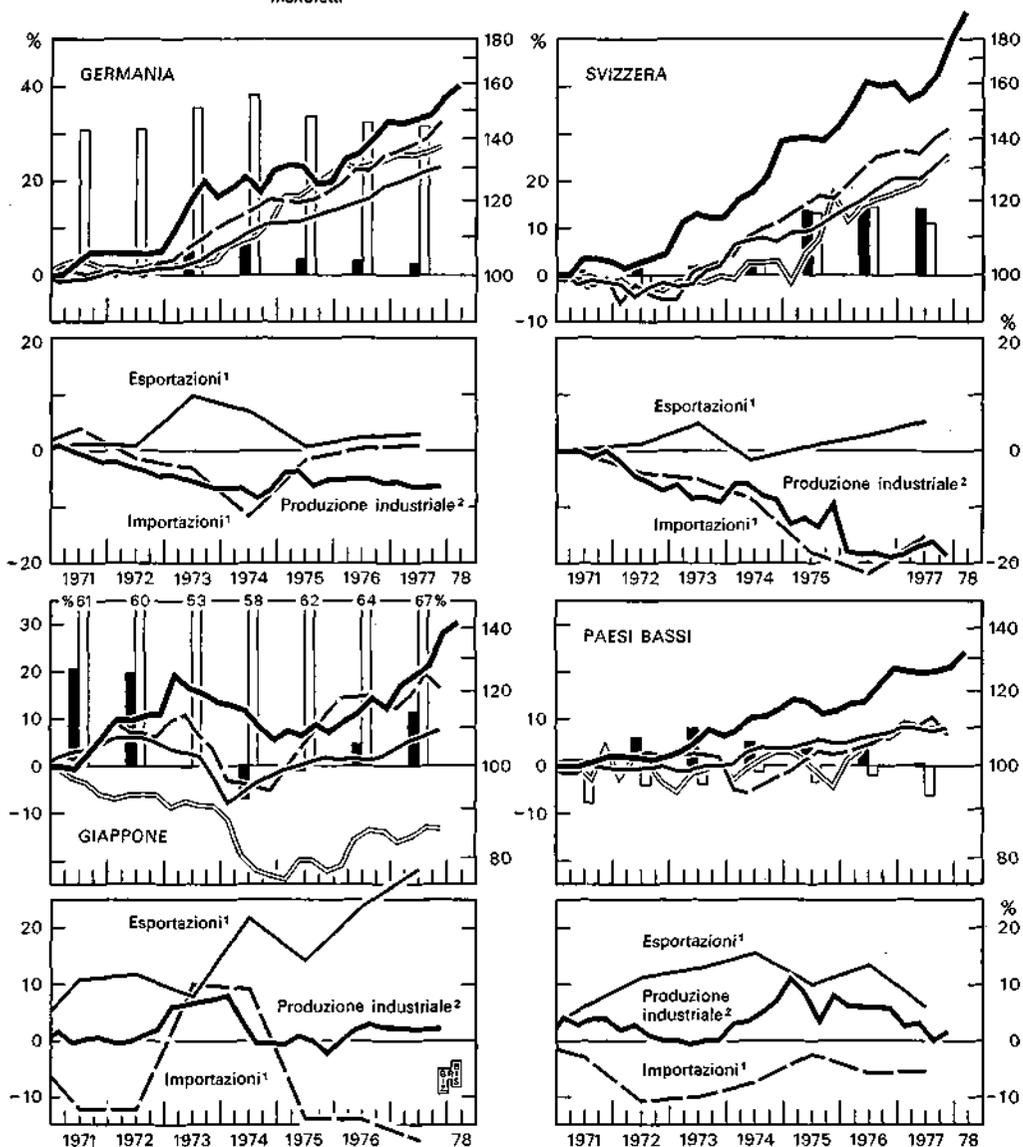
La parte inferiore dei grafici mostra l'andamento in valore delle importazioni ed esportazioni di manufatti dei singoli paesi rispetto al totale dell'OCSE. Si presume che il commercio di questo tipo di prodotti risponda più prontamente alle variazioni nelle posizioni competitive, per quanto tendano a risentirne anche altre voci della bilancia delle partite correnti. Al fine di fornire una certa indicazione dell'importanza dei fattori congiunturali e delle differenze nelle tendenze di crescita di più lungo periodo, una terza linea espone l'andamento della produzione industriale dei singoli paesi relativamente al totale dell'OCSE.

Naturalmente tali confronti fra paesi devono essere interpretati con una certa prudenza. Le statistiche usate per i costi ed i prezzi, soprattutto quelle dei costi di lavoro unitari, sono imperfette in sé e più ancora in un raffronto sul piano internazionale. Pertanto solo ampie divergenze fra l'andamento del tasso di cambio di un paese e quello dei suoi costi e prezzi interni possono essere interpretate con una certa affidabilità come segno di una genuina variazione nella posizione concorrenziale. Inoltre, i prezzi relativi non sono il solo elemento che determina la competitività di un paese, e le importazioni ed esportazioni di manufatti sono ben lungi

Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera:
variazioni dei tassi effettivi di cambio e andamenti relativi dei prezzi,
dei costi e del commercio con l'estero; 1971-78.

Ordinata di sinistra:
 ■ Saldo di parte corrente in percentuale sui proventi lordi delle esportazioni ± il saldo netto dei trasferimenti unilaterali
 □ Saldo dell'interscambio di manufatti in percentuale sui proventi lordi delle esportazioni ± il saldo netto dei trasferimenti unilaterali

Ordinata di destra: (scala logaritmica)
 — Tasso effettivo di cambio — Prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti industriali
 - - - Valore unitario relativo delle esportazioni di manufatti — Costo relativo della manodopera per unità di prodotto nell'industria manifatturiera



N° 2232a

Nota: gli indici dei prezzi e dei costi relativi dei singoli paesi sono ottenuti dal rapporto inverso fra le rispettive variazioni e la somma delle variazioni (ponderate in base al commercio estero) dei prezzi e dei costi negli altri paesi del gruppo. Pertanto, una variazione positiva dell'indice di un paese rappresenta un miglioramento della sua posizione relativa in termini di prezzi e costi.

¹ Andamento delle esportazioni e delle importazioni in rapporto al totale dell'OCSE (in base a dati annuali in valore, 1970 = 100). ² Andamento della produzione industriale in rapporto al totale dell'OCSE (dati trimestrali depurati della stagionalità, media 1970 = 100).

dall'essere le uniche transazioni che influenzano i tassi di cambio. Nondimeno, i grafici illustrano abbastanza chiaramente una serie di importanti esperienze connesse ai tassi di cambio, sia dopo lo scardinamento della vecchia struttura di questi nel 1971, sia durante gli ultimi diciotto mesi.

Relativamente alla prima delle questioni sollevate all'inizio di questa sezione, gli esempi più evidenti di paesi in cui a forti movimenti nei tassi effettivi di cambio hanno fatto riscontro modeste variazioni nella posizione concorrenziale relativa sono l'Italia e il Regno Unito. La loro esperienza mostra chiaramente che, in economie aperte, il solo deprezzamento della moneta, ove non sia accompagnato da politiche di stabilizzazione interna, non soltanto non serve a migliorare la posizione competitiva internazionale, ma, attraverso i suoi effetti sui prezzi e sui costi interni, mette in moto, e tende a perpetuare, un'interazione sfavorevole fra il valore esterno e quello interno di una moneta, con effetti cumulativi, in quanto a periodi di deprezzamento del cambio fanno seguito a breve scadenza nuove impennate inflazionistiche, a loro volta fonte di ulteriori flessioni del tasso di cambio. Il Regno Unito è invero riuscito a spezzare questo circolo vizioso nel 1976-77, rallentando l'aumento dei costi di lavoro unitari mediante politiche di contenimento delle retribuzioni, accompagnate da restrizioni della domanda interna; tuttavia alla fine del 1977 il vantaggio competitivo così acquisito stava già venendo meno, data la necessità di ricostituire i margini di profitto. Ed è vero che nel 1977 sia l'Italia sia il Regno Unito hanno avuto successo nel migliorare sensibilmente le bilance dei pagamenti di parte corrente; ma questo risultato è stato conseguito soprattutto bloccando la crescita della domanda interna e, nel caso del Regno Unito, grazie al fatto che hanno cominciato a divenire produttivi i giacimenti petroliferi del Mare del Nord.

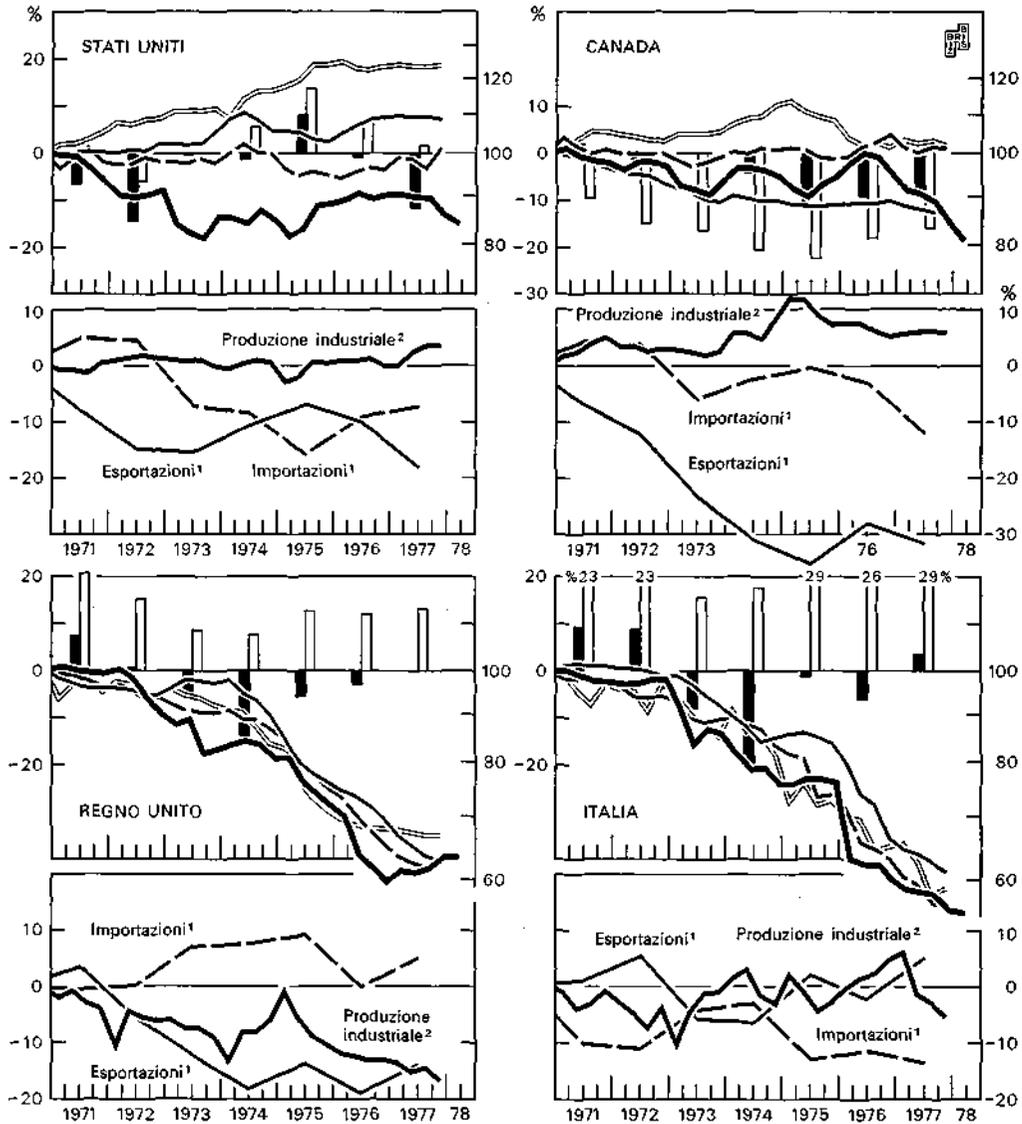
L'esperienza della Germania dal 1970 in poi è abbastanza paragonabile a quella dell'Italia e del Regno Unito, ma di segno opposto, essendo caratterizzata da un circolo "virtuoso" di apprezzamento della moneta e di tasso d'inflazione interna relativamente modesto. Tuttavia, considerando l'intero periodo in esame, la posizione competitiva internazionale della Germania è certamente peggiorata, anche se si può fondatamente supporre che nel periodo 1971-72 il marco tedesco fosse sottovalutato. Il deterioramento della posizione competitiva registrato nel 1973 appare pienamente compensato, alla fine del 1975, dalla relativa stabilità interna dei costi di lavoro unitari. Successivamente, l'apprezzamento del marco avvenuto nel 1976 e quello iniziato verso la fine del 1977 hanno ancora provocato un deterioramento della posizione competitiva, ma dato che gli esportatori tedeschi hanno cercato di mantenere le loro quote di mercato a scapito dei margini di profitto, l'andamento delle esportazioni in valore è stato più favorevole di quello dei costi di lavoro unitari. Tuttavia, come risulta dal grafico, la quota della Germania sul valore totale delle esportazioni dei paesi OCSE è adesso inferiore a quella del 1973-74, mentre il suo contributo alle loro importazioni totali è aumentato. Nonostante ciò, la bilancia dei pagamenti di parte corrente è ancora in avanzo ed è probabile che lo rimanga ancora per qualche tempo, per l'azione congiunta del tasso di aumento relativamente basso della domanda interna e degli effetti di "curva J" connessi all'ulteriore recente apprezzamento del marco tedesco.

Se è vero che, in alcuni paesi, movimenti molto ampi dei tassi di cambio non hanno provocato variazioni durature o di rilievo nelle posizioni competitive, in altri, forti mutamenti nella posizione competitiva non hanno prodotto corrispondenti e duraturi effetti sulla bilancia dei pagamenti. Ciò vale soprattutto per gli Stati Uniti

Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera:
variazioni dei tassi effettivi di cambio e andamenti relativi dei prezzi,
dei costi e del commercio con l'estero; 1971-78.

Ordinata di sinistra: Saldo di parte corrente in percentuale sui proventi lordi delle esportazioni ± il saldo netto dei trasferimenti unilaterali
 Saldo dell'interscambio di manufatti in percentuale sui proventi lordi delle esportazioni ± il saldo netto dei trasferimenti unilaterali

Ordinata di destra: (scala logaritmica) Tasso effettivo di cambio Prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti industriali
 Valore unitario relativo delle esportazioni di manufatti Costo relativo della manodopera per unità di prodotto nell'industria manifatturiera



N° 2232b

Nota: gli indici dei prezzi e dei costi relativi dei singoli paesi sono ottenuti dal rapporto inverso fra le rispettive variazioni e la somma delle variazioni (ponderate in base al commercio estero) dei prezzi e dei costi negli altri paesi del gruppo. Pertanto, una variazione positiva dell'indice di un paese rappresenta un miglioramento della sua posizione relativa in termini di prezzi e costi.

¹ Andamento delle esportazioni e delle importazioni in rapporto al totale dell'OCSE (in base a dati annuali in valore, 1970 = 100). ² Andamento della produzione industriale in rapporto al totale dell'OCSE (dati trimestrali depurati della stagionalità, media 1970 = 100).

e il Giappone, paesi nei quali i tassi di cambio e i costi interni nel complesso si sono in effetti mossi in direzione opposta, come appare nei grafici, dando luogo a variazioni di competitività molto sensibili.

Negli Stati Uniti si è avuto un miglioramento spettacolare della posizione competitiva internazionale in conseguenza della svalutazione del dollaro del 1971-73, e questo è stato senza dubbio uno dei principali fattori, anche se non il solo, nel determinare il capovolgimento della posizione delle partite correnti USA da un disavanzo ad un'eccedenza negli anni 1972-75. Il mantenimento, anche in seguito, del vantaggio competitivo acquistato agli inizi degli anni Settanta non ha tuttavia impedito che l'avanzo si annullasse nel 1976 e fosse sostituito nel 1977 da un disavanzo di \$20 miliardi, che a sua volta ha determinato un ulteriore deprezzamento del dollaro e il rafforzamento della posizione competitiva degli Stati Uniti dalla fine del 1977 in poi.

All'esperienza degli Stati Uniti si contrappone, per vari aspetti, quella del Giappone. Agli inizi del 1973 l'apprezzamento dello yen, insieme ad un aumento relativo dei costi unitari di lavoro, provocò un sensibile peggioramento della posizione competitiva di questo paese. Tuttavia, la comparsa nel 1974 di un ampio disavanzo della bilancia delle partite correnti è derivata non tanto da ciò quanto piuttosto dall'aumento di \$14 miliardi nel costo delle importazioni giapponesi di petrolio tra il 1973 e il 1974. In seguito, nonostante mutamenti solo modesti nella competitività relativa del Giappone, la bilancia delle partite correnti è tornata a migliorare, con la conseguente ricomparsa alla fine del 1976 di un cospicuo avanzo, che lo scorso anno ha comportato - soprattutto attraverso l'apprezzamento dello yen - un ulteriore considerevole deterioramento della posizione relativa del Giappone in termini di costi.

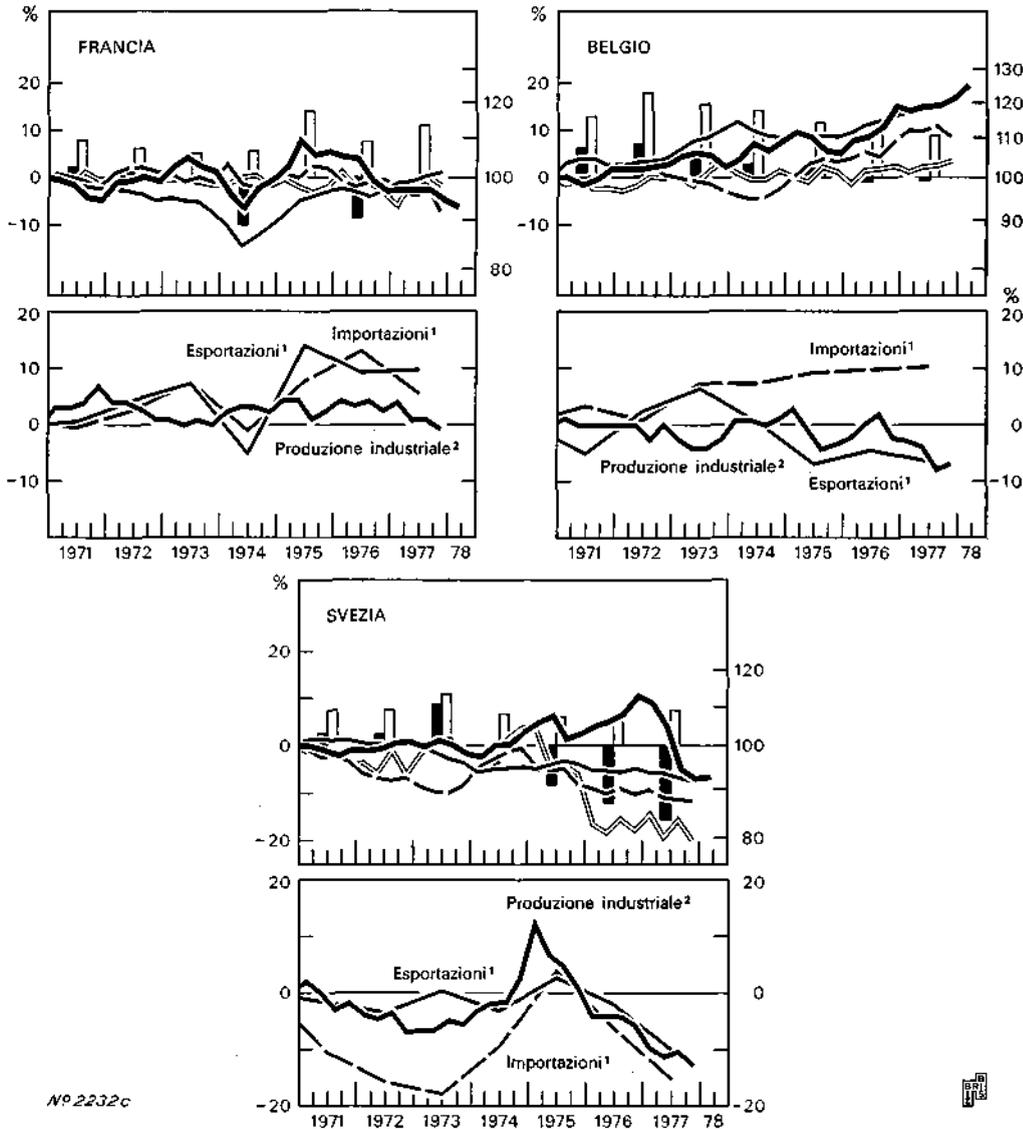
Sia negli Stati Uniti sia in Giappone le variazioni nelle posizioni competitive sono state considerevolmente minori se misurate sui movimenti nei prezzi all'ingrosso dei prodotti industriali e nel valore unitario delle esportazioni anziché sui costi unitari di lavoro. Ciò significa che negli Stati Uniti i profitti hanno avuto una dinamica più favorevole rispetto alla media degli altri paesi, mentre in Giappone è avvenuto il contrario. Una delle ragioni di questa divergente evoluzione dei profitti può essere ricercata nella disparità tra il tasso di espansione della domanda interna e il grado di utilizzo della capacità produttiva nei due paesi. Inoltre in Giappone la compressione dei margini di profitto è dipesa anche dalla riluttanza delle imprese a ridurre il personale in periodi di ristagno della domanda.

La differenza nel tasso di sviluppo della domanda interna nei due paesi, oltre che contribuire a spiegare la diversa dinamica dei loro profitti, è naturalmente una delle ragioni principali per cui, nonostante gli spostamenti intervenuti nella posizione competitiva internazionale di entrambi i paesi, la bilancia delle partite correnti degli Stati Uniti è stata e continua ad essere considerevolmente in passivo, e quella del Giappone in rilevante attivo. Questa tuttavia non è certo l'unica spiegazione. Fattori strutturali hanno altresì svolto un ruolo importante nel controbilanciare gli effetti delle variazioni nei tassi di cambio effettivi di questi due paesi. Uno di questi fattori è la diversità di atteggiamento delle imprese verso le esportazioni, diversità che è riflessa nel marcato contrasto tra gli andamenti dei valori unitari delle esportazioni nei due paesi. Per molte imprese giapponesi le esportazioni sono talmente importanti da indurre a vigorosi sforzi per sostenerne il livello, anche a costo di bassi margini di profitto. Viceversa, per la maggior parte delle imprese americane, l'ampiezza del

Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera:
variazioni dei tassi effettivi di cambio e andamenti relativi dei prezzi,
dei costi e del commercio con l'estero; 1971-78.

Ordinata di sinistra: Saldo di parte corrente in percentuale sui proventi lordi delle esportazioni ± il saldo netto dei trasferimenti unilaterali
 Saldo dell'interscambio di manufatti in percentuale sui proventi lordi delle esportazioni ± il saldo netto dei trasferimenti unilaterali

Ordinata di destra: (scala logaritmica) Tasso effettivo di cambio Prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti industriali
 Valore unitario relativo delle esportazioni di manufatti Costo relativo della manodopera per unità di prodotto nell'industria manifatturiera



Nota: gli indici dei prezzi e dei costi relativi dei singoli paesi sono ottenuti dal rapporto inverso fra le rispettive variazioni e la somma delle variazioni (ponderate in base al commercio estero) dei prezzi e dei costi negli altri paesi del gruppo. Pertanto, una variazione positiva dell'indice di un paese rappresenta un miglioramento della sua posizione relativa in termini di prezzi e costi.

¹ Andamento delle esportazioni e delle importazioni in rapporto al totale dell'OCSE (in base a dati annuali in valore, 1970 = 100). ² Andamento della produzione industriale in rapporto al totale dell'OCSE (dati trimestrali depurati della stagionalità, media 1970 = 100).

mercato interno è tale che, per giustificare un maggior impegno sui mercati esteri, i margini di profitto sulle esportazioni devono essere considerevolmente più ampi di quelli sulle vendite all'interno. Un altro importante fattore strutturale, che concerne solo gli Stati Uniti, è stata l'accresciuta dipendenza del paese dalle importazioni di petrolio.

L'altro paese indicato nei grafici, la cui posizione competitiva è notevolmente peggiorata senza che l'avanzo di parte corrente si sia ridotto, è la Svizzera. Il movimento ascendente del franco è il più ampio finora registrato dagli inizi degli anni Settanta ed il miglioramento nei costi e prezzi relativi, sebbene di per sé assai ragguardevole, non ha mai tenuto lo stesso ritmo. Di fatto, l'attuale deterioramento nella posizione competitiva internazionale della Svizzera è probabilmente altrettanto forte di quello accusato dal Giappone. Inoltre, i fattori che hanno mantenuto in consistente avanzo la bilancia delle partite correnti sono, in certa misura, gli stessi che hanno agito in Giappone; fra questi figurano i risoluti sforzi per mantenere il livello delle vendite all'estero nonostante i margini di profitto calanti e, più di recente, gli effetti di "curva J" che hanno controbilanciato l'ulteriore deterioramento della posizione competitiva del paese sul piano internazionale. Tuttavia più importante, nel caso della Svizzera, è stato il passaggio ad un più lento tasso di crescita, prodotto dalla contrazione delle forze di lavoro, causa a sua volta di una flessione relativa delle importazioni quasi altrettanto accentuata quanto in Giappone.

Quali principali insegnamenti si possono trarre da queste esperienze? In primo luogo si può certamente affermare che, se prima del 1971 alcuni paesi maggiori hanno fatto un uso troppo modesto del tasso di cambio come strumento di aggiustamento o, in taluni casi, non se ne sono serviti affatto, in seguito ci si è talora aspettato troppo dal suo impiego. Ciò vale sia per quei casi in cui si sono verificate ampie variazioni nei tassi di cambio mentre i mutamenti nella posizione competitiva sono stati modesti o nulli, sia per quelli in cui hanno continuato a permanere gli squilibri nei conti con l'estero, nonostante sostanziali miglioramenti nella posizione competitiva. Sia nel primo sia nel secondo gruppo di paesi gli effetti delle variazioni dei tassi di cambio sono stati soverchiati da altri fattori: laddove non è intervenuto alcun mutamento nella posizione competitiva, dalla mancanza di adeguate politiche di aggiustamento interno; e laddove la competitività è migliorata mentre la bilancia dei pagamenti è rimasta in sensibile squilibrio, da una serie di fattori, tra cui spiccano la disparità tra i vari paesi nei livelli della domanda interna, elementi strutturali, quali il diverso rilievo dato alle esportazioni e reazioni ritardate alle variazioni relative dei prezzi, cioè i cosiddetti effetti di "curva J".

In teoria, anche in assenza di un'adeguata reazione della bilancia delle partite correnti agli aggiustamenti del tasso di cambio (accompagnati o no da mutamenti nella posizione competitiva), i movimenti destabilizzanti del tasso di cambio come quelli osservati negli anni recenti possono certamente essere impediti dall'azione contraria dei flussi autonomi di capitali. Simili movimenti possono però avvenire solo se gli operatori sono in grado di farsi un'idea fondata e realistica di quale potrà essere nel lungo periodo il livello di equilibrio del tasso di cambio di un paese. In epoca recente è risultato spesso assai difficile effettuare una simile valutazione. E ciò in parte a causa dei vari fattori dianzi menzionati, che hanno avuto nel complesso la tendenza a neutralizzare gli effetti delle variazioni dei tassi di cambio nominali o reali, ma in parte anche per l'assenza di chiari impegni relativi ai tassi di cambio e, in taluni casi, per la riluttanza delle autorità a manifestare attivamente, pure

in momenti di crescente sfiducia del mercato, un qualche interesse al valore esterno della loro moneta. Di conseguenza, i movimenti di capitali, invece di stabilizzare i mercati dei cambi, hanno spesso aggiunto i propri effetti a quelli prodotti sui medesimi dagli squilibri delle partite correnti, in tal modo agendo da ulteriore ostacolo al funzionamento del processo di aggiustamento con deprezzamenti dei cambi molto rapidi, che hanno rinforzato l'inflazione interna dei costi nei paesi con disavanzi dei pagamenti, ed apprezzamenti che hanno accentuato le forze recessive nei paesi eccedentari.

Vi sono state naturalmente eccezioni a questo quadro generale, in particolare da parte di quei partecipanti alla fluttuazione congiunta europea che in più occasioni hanno dimostrato, attraverso una combinazione di energiche misure interne e di interventi sui mercati dei cambi, l'importanza che essi annettono alla stabilità del tasso di cambio, e ciò facendo hanno capovolto in loro favore, e in maniera alquanto rapida, la situazione del mercato.

In generale, l'esperienza degli anni recenti sembra aver suscitato dubbi in taluni osservatori sull'utilità degli aggiustamenti dei tassi di cambio. In realtà, il vero insegnamento che si può sicuramente trarre dall'esperienza recente è piuttosto quello che gli aggiustamenti dei tassi di cambio hanno ancora un ruolo da svolgere, ma possono farlo solo a condizione che altre forze, ed in particolare le politiche economiche interne, a livello sia dei singoli paesi sia del complesso dei maggiori paesi, agiscano nella stessa direzione. Questo principio trovava riconoscimento nelle norme di Bretton Woods che prevedevano gli aggiustamenti dei tassi di cambio solo in quei casi di squilibrio fondamentale in cui apparisse eccessivo il costo economico e sociale di un esclusivo ricorso alle politiche interne per correggere gli squilibri con l'estero. Gli articoli emendati degli Statuti del Fondo monetario internazionale pongono la questione in termini alquanto diversi, in quanto tendono ad individuare la fonte della stabilità dei cambi nelle politiche interne piuttosto che nella disciplina imposta dal rispetto delle parità. Nel quadro di questo nuovo assetto, proprio per il fatto che gli obblighi dei vari paesi nei confronti del Fondo, relativamente al tasso di cambio, sono molto meno rigidi di quelli previsti dal sistema di Bretton Woods, le loro politiche interne dovranno essere tanto più rigorose, se vorranno esprimere lo stesso impegno nei confronti della stabilità dei cambi.

L'attuale sistema dei tassi di cambio presenta in realtà alcune difficoltà intrinseche che possono così riassumersi: le variazioni dei tassi di cambio — non la loro instabilità — sono una parte necessaria del processo di aggiustamento; gli impegni diretti al mantenimento della stabilità dei tassi di cambio della maggior parte dei paesi si limitano alle enunciazioni di principio contenute negli emendamenti agli Statuti del Fondo monetario internazionale, ed è difficile che le sole politiche interne possano riflettere in modo fermo e chiaro tale impegno. Sotto un certo rispetto, i tassi fluttuanti addossano alle politiche interne un onere più gravoso, nel mantenimento di una ragionevole stabilità di cambio, di quanto avvenisse in regime di parità fisse.

La produzione e il mercato dell'oro.

Nel 1977 la produzione mondiale di oro (ad esclusione di quella dell'URSS e di altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) è ammontata a 965 tonnellate metriche, come nel 1976. La produzione del Sud Africa è ulteriormente

diminuita di 13,5 tonnellate, scendendo a 700 tonnellate, cioè ad un livello del 30% inferiore alla punta massima del 1970; la sua quota sul totale della produzione occidentale di oro è quindi scesa a poco meno del 73%. Hanno compensato questo calo incrementi di produzione in taluni paesi produttori minori, segnatamente Australia, Papua-Nuova Guinea e Filippine.

Produzione mondiale di oro.

Paesi	1929	1940	1946	1953	1970	1974	1975	1976	1977
	tonnellate metriche								
Sud Africa	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	758,6	713,4	713,4	699,9
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	52,8	51,4	52,6	53,1
Stati Uniti	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	35,1	32,7	32,6	32,5
Papua-N.Guinea	0,7	21,5	18,4	19,2	22,1
Rodesia	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	20,0	20,0	20,0	20,0
Australia	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	16,2	16,4	15,7	19,3
Filippine	5,1	34,9	—	14,9	18,7	16,7	15,6	15,6	17,4
Ghana	6,4	27,6	16,2	22,7	22,0	19,1	16,3	16,6	16,9
Colombia	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	8,3	9,7	9,4	9,3
Brasile	3,3	4,7	4,4	3,6	5,3	7,6	7,8	8,2	8,2
Giappone	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	4,3	4,5	4,3	4,4
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	4,1	3,2	2,7	2,4
Totale	511,9	947,9	598,8	690,8	1.230,9	964,3	909,4	910,3	905,5
Altri paesi	58,6	217,1	67,7	73,4	36,6	39,4	43,9	54,7	58,0
Produzione mondiale stimata*	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.267,5	1.003,7	953,3	965,0	963,5

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

La riduzione della produzione aurea del Sud Africa nel 1977 ha rispecchiato un calo del 2,2% nella quantità di minerale trattato, mentre il contenuto medio di oro - diminuito negli anni precedenti - è rimasto praticamente immutato rispetto al 1976. I costi medi di produzione, già saliti del 26,8 e del 15,5% rispettivamente nel 1975 e 1976, sono ancora aumentati del 23,7% in seguito a ulteriori forti incrementi nel costo della manodopera e del processo di produzione. Ciò nonostante, l'aumento del prezzo in dollari percepito dalle miniere per il loro prodotto ha consentito ai profitti medi dell'industria aurifera - che in termini di dollari erano calati del 31% nel 1976 - di accrescersi del 20% nel 1977.

In aggiunta alla produzione proveniente dal mondo occidentale, l'offerta di oro sul mercato è stata notevolmente accresciuta lo scorso anno dalle vendite dei paesi socialisti, valutate a 450 tonnellate - il livello massimo raggiunto dal 1965 - e da un'ulteriore flessione nelle scorte ufficiali di oro dell'Occidente. Questa flessione è calcolata in 280 tonnellate, ivi compreso un calo di 90 tonnellate nelle riserve d'oro del Sud Africa, probabilmente ascrivibile soprattutto ai riporti in oro conclusi fra la South African Reserve Bank e un gruppo di banche commerciali. Escludendo questa variazione nelle riserve auree del Sud Africa, che non ha comportato un incremento dell'offerta di oro sul mercato, le consistenze ufficiali in oro dell'Occidente presentano una flessione, sulla base dei dati dichiarati, di 190 tonnellate nel 1977, imputabile, per 187,5 tonnellate, alle vendite al mercato in occasione delle undici aste indette

dal FMI nel corso dell'anno. Nel complesso, la quantità identificabile di oro disponibile per soddisfare la domanda per usi non monetari può essere valutata per il 1977 in 1.605 tonnellate, nettamente superiore quindi a quella dell'anno precedente. Alla domanda per usi non monetari ha contribuito lo scorso anno un forte risveglio dell'interesse per l'oro da parte degli investitori, anche per effetto del deludente andamento dei mercati azionari nella maggior parte dei principali paesi, e della debolezza del dollaro. Per contro, negli ultimi mesi dell'anno la domanda di oro per uso industriale ha manifestato una tendenza a contrarsi, in presenza di prezzi di mercato crescenti. Si sono registrati forti acquisti da parte del Medio Oriente e vi è stato altresì un incremento nella domanda di oro, in barre e in monete, degli Stati Uniti. Il volume delle transazioni di oro sui mercati a termine di New York e Chicago è aumentato nettamente.

Fonti e usi dell'oro. Stime.

	1974	1975	1976	1977
	in tonnellate metriche			
Produzione	1.005	955	965	965
Vendite da parte dei paesi socialisti (stime)	150	150	350	450
Flessione nelle consistenze ufficiali del mondo occidentale (al netto)	35	35	155*	190*
Totale (=assorbimento per usi non monetari. Stime.)	1.190	1.140	1.470	1.605

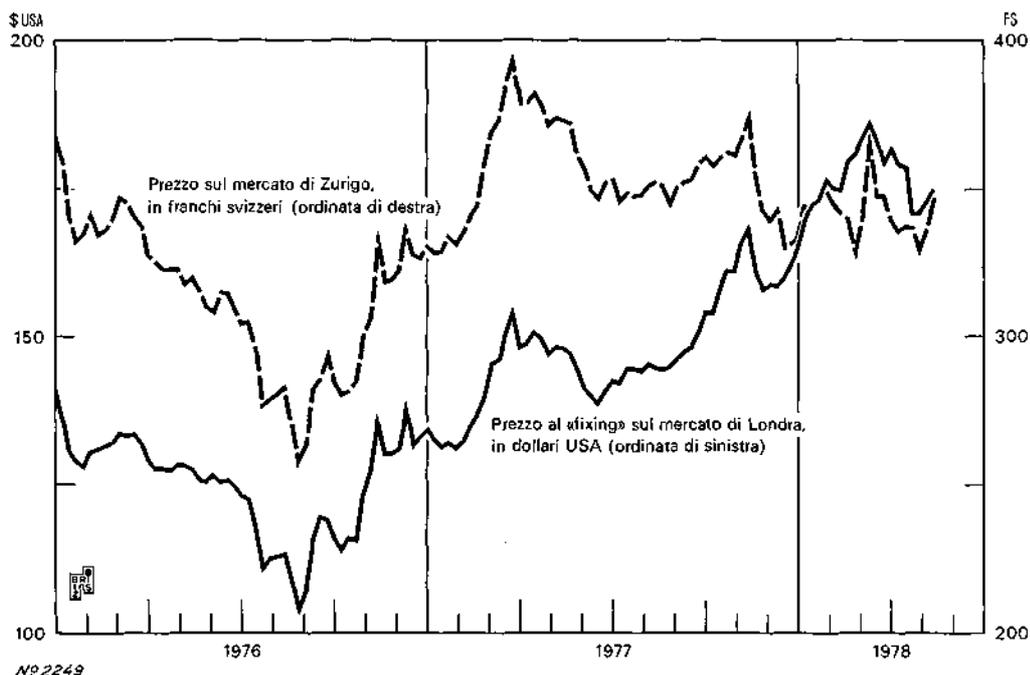
* Escluse le flessioni di 160 tonnellate nel 1976 e di 90 tonnellate nel 1977 nelle riserve auree del Sud Africa.

La solidità della domanda di oro per usi non monetari nel 1977 e nei primi mesi di quest'anno è comprovata dalla maggior quantità di metallo assorbita da utilizzatori non ufficiali. Ed anche il rialzo del prezzo in dollari dell'oro nel periodo in esame sembra esserne un'ulteriore conferma. Tuttavia, una considerevole parte di questo rialzo è stata dovuta semplicemente alla debolezza accusata in questo periodo dal dollaro nei confronti di altre importanti monete. Così, il prezzo in franchi svizzeri dell'oro, come evidenzia il grafico seguente, dopo essere fortemente salito nella prima parte del 1977, verso la fine del maggio 1978 superava di meno del 10% il livello raggiunto alla fine del 1976.

Durante il periodo sotto rassegna, il movimento ascendente del prezzo in dollari dell'oro è avvenuto soprattutto in due fasi, tra il febbraio e il marzo del 1977 e nuovamente tra il settembre 1977 e il marzo 1978. Dopo aver iniziato il 1977 a quota \$ 136,10 per oncia di fino, il prezzo al "fixing" sul mercato di Londra è addirittura sceso a \$ 129,40 l'11 gennaio. Si trattava in realtà di una reazione temporanea alla forte ascesa dei prezzi, nei precedenti quattro mesi, dal livello minimo di \$ 103 registrato a fine agosto del 1976. Verso metà febbraio si ristabiliva la tendenza al rialzo e a fine marzo la quotazione raggiungeva il livello di \$ 153,60. Seguiva una flessione che portava il prezzo a meno di \$ 140 verso la metà di giugno. Successivamente, pur con un modesto rafforzamento tra metà luglio e fine settembre, il prezzo si manteneva, con piccole oscillazioni, intorno al livello di \$ 145. Da allora, con l'accentuarsi della debolezza del dollaro nei confronti di altre importanti monete, iniziava un nuovo

andamento ascendente che l'11 novembre sospingeva il prezzo sul mercato di Londra ad oltre \$168, raggiungendo così un nuovo massimo dal maggio 1975.

Prezzi di mercato dell'oro in barre, in dollari USA e in franchi svizzeri. 1976-1978.
Dati di fine settimana, per oncia di fino.



Seguiva una temporanea reazione, con una caduta del prezzo al "fixing" di Londra di oltre \$10 in poco più di una settimana. Oltre a evidenti prese di beneficio, aumentava anche il volume delle vendite dell'URSS. Ben presto però la persistente debolezza del dollaro avviava un nuovo movimento al rialzo dell'oro e a fine anno la quotazione sul mercato di Londra era ritornata a \$165. Il nuovo andamento ascendente del prezzo in dollari dell'oro è continuato, quasi ininterrottamente, fino agli inizi di marzo di quest'anno. L'annuncio del 23 gennaio che non sarebbe stato rinnovato alla fine del mese l'accordo dell'agosto 1975, con il quale i paesi del Gruppo dei Dieci, la Svizzera e il Portogallo s'impegnavano a non aumentare le loro disponibilità complessive di oro e quelle del FMI, non ha avuto effetti apprezzabili sull'ascesa delle quotazioni. L'8 marzo 1978 queste raggiungevano il più alto livello degli ultimi tre anni (\$190).

E' seguita una reazione alquanto brusca che ha portato il prezzo, il 21 marzo, a \$177, in parte per effetto della migliore tenuta del dollaro sui mercati dei cambi, ed in parte in seguito a voci di imminenti vendite di oro sul mercato da parte del Tesoro americano. Quattro settimane dopo, e precisamente il 19 aprile, il prezzo è ancora leggermente sceso a poco meno di \$175. Quel giorno il Tesoro degli Stati Uniti ha annunciato la propria intenzione di indire aste, per 300.000 once ciascuna, ad intervalli almeno semestrali, con inizio il 23 maggio. A seguito di questo annuncio, il prezzo dell'oro è calato di colpo a circa \$168; verso la fine di maggio tuttavia la sua quotazione è tornata a circa \$180 per oncia di fino.

Le riserve e la liquidità internazionale.

Nel 1977 l'espansione delle riserve globali, espressa in dollari correnti, è stata la più alta finora registrata. Il totale delle disponibilità ufficiali (oro, valute estere, diritti speciali di prelievo e posizioni di riserva sul FMI) è aumentato di \$58,7 miliardi, salendo alla fine dell'anno a complessivi \$317,7 miliardi. Tuttavia, in termini relativi, nel 1977 il tasso di aumento delle riserve, pari al 23%, è poco più della metà di quello conseguito nel 1971 (43%).

Circa il 12%, cioè \$6,8 miliardi, dell'espansione globale delle riserve nel 1977 può essere attribuito agli effetti delle variazioni dei tassi di cambio sul valore in dollari delle attività. Si stima che queste variazioni di valutazione abbiano incrementato di circa \$3,5 miliardi il valore in dollari delle riserve in valuta, di \$1,9 miliardi le riserve auree, di quasi \$1 miliardo le posizioni di riserva sul Fondo e di \$0,4 miliardi le disponibilità complessive dei vari paesi in DSP.

Per categorie di attività, l'espansione delle riserve si è ancora una volta concentrata sulle disponibilità ufficiali in valuta, salite di \$55,6 miliardi. Di questo importo, \$34,1 miliardi vanno ascritti ad incrementi delle riserve in dollari detenute negli Stati Uniti. Dei restanti \$21,5 miliardi, quasi \$10 miliardi possono essere identificati come depositi ufficiali in valuta estera presso banche dell'euromercato in senso stretto, del Canada e del Giappone e presso filiali di banche statunitensi nelle Bahamas e nelle Isole Cayman. Ulteriori \$2,5 miliardi possono essere classificati come depositi ufficiali in valute diverse dal dollaro, soprattutto marchi e yen, collocati nei mercati finanziari nazionali delle monete in questione. Dell'aumento identificato per complessivi \$12,5 miliardi nelle riserve in valuta detenute al di fuori degli Stati Uniti, circa \$5 miliardi hanno interessato la componente in dollari e la restante parte quella in altre valute, ivi compreso l'apprezzamento di \$3,5 miliardi in termini di dollari risultante dalla flessione della moneta americana nei confronti delle altre valute di riserva.

Quanto alle variazioni intervenute lo scorso anno relativamente ad altri strumenti di riserva, l'incremento nel valore delle riserve auree dei paesi, espresso in dollari correnti, è derivato quasi per intero da variazioni di valutazione. Sebbene abbiano ricevuto oro per \$0,5 miliardi in base al programma di restituzione del FMI, il volume delle riserve in oro dei paesi è aumentato di appena \$0,1 miliardi nel 1977.

Escluse le variazioni di valutazione, nel 1977 la crescita delle posizioni di riserva totali presso il Fondo è stata di appena \$0,4 miliardi, contro \$6 miliardi dell'anno precedente. Dal lato della domanda, i prelievi netti dei paesi sviluppati si sono contratti da \$4,5 a 1 miliardo, mentre i paesi in via di sviluppo, che avevano prelevato su base netta oltre \$2 miliardi nel 1976, hanno effettuato rimborsi netti per \$0,4 miliardi. Dal lato dell'offerta, la *oil facility* del Fondo è giunta al termine e il sesto aumento generale delle quote dei paesi membri non è divenuto effettivo fino all'aprile 1978. Nell'agosto del 1977 si è deciso di instaurare temporaneamente uno schema di finanziamento integrativo, nell'ambito del Fondo, in favore dei paesi membri con squilibri dei pagamenti di ampie dimensioni, in relazione alle loro quote, e tali da richiedere tempi di aggiustamento relativamente lunghi. Finora quattordici paesi membri del Fondo, unitamente alla Banca Nazionale Svizzera, si sono impegnati a rendere disponibili fondi per un totale equivalente a \$11 miliardi per questo schema di finanziamento, che si spera possa divenire operante nel corso dell'anno.

Variazioni nelle riserve globali, 1975-77.*

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva presso il FMI	DSP	Totale
	milioni di dollari USA				
Gruppo dei Dieci + Svizzera					
1975	- 1.605	+ 935	+ 1.620	- 235	+ 715
1976	- 260	+ 5.870	+ 4.345	+ 15	+ 9.970
1977	+ 1.840	+34.255	+ 1.100	- 265	+36.930
<i>Consistenze in essere alla fine del 1977</i>	<i>35.395</i>	<i>105.125</i>	<i>13.815</i>	<i>7.510</i>	<i>161.845</i>
Altri paesi sviluppati					
1975	- 220	- 1.360	- 355	- 85	- 2.020
1976	- 240	+ 550	+ 400	- 125	+ 585
1977	- 25	+ 1.635	+ 15	- 25	+ 1.600
<i>Consistenze in essere alla fine del 1977</i>	<i>3.940</i>	<i>23.165</i>	<i>1.075</i>	<i>720</i>	<i>28.900</i>
Paesi in via di sviluppo non petroliferi					
1975	- 80	- 1.270	- 100	- 215	- 1.665
1976	- 90	+11.110	- 135	- 110	+10.775
1977	+ 180	+ 9.145	+ 55	+ 25	+ 9.405
<i>Consistenze in essere alla fine del 1977</i>	<i>2.200</i>	<i>44.915</i>	<i>535</i>	<i>1.165</i>	<i>48.815</i>
Insieme dei paesi importatori di petrolio					
1975	- 1.905	- 1.695	+ 1.165	- 535	- 2.970
1976	- 590	+17.530	+ 4.610	- 220	+21.330
1977	+ 1.995	+45.035	+ 1.170	- 265	+47.935
<i>Consistenze in essere alla fine del 1977</i>	<i>41.535</i>	<i>173.205</i>	<i>15.425</i>	<i>9.395</i>	<i>239.560</i>
Paesi esportatori di petrolio					
1975	- 50	+ 7.340	+ 2.785	- 50	+10.025
1976	+ 75	+ 8.005	+ 1.220	+ 15	+ 9.315
1977	- 40	+10.535	+ 205	+ 85	+10.785
<i>Consistenze in essere alla fine del 1977</i>	<i>1.485</i>	<i>69.580</i>	<i>6.555</i>	<i>485</i>	<i>78.105</i>
Tutti i paesi					
1975	- 1.955	+ 5.645	+ 3.950	- 585	+ 7.055
1976	- 515	+25.535	+ 5.830	- 205	+30.645
1977	+ 1.955	+55.570	+ 1.375	- 180	+58.720
<i>Consistenze in essere alla fine del 1977</i>	<i>43.020</i>	<i>242.785</i>	<i>21.980</i>	<i>9.880</i>	<i>317.665</i>

* Compresa le variazioni di valutazione.

L'accelerazione nella crescita delle riserve globali durante il 1977 non è dovuta che in parte limitata ai paesi esportatori di petrolio. L'incremento dichiarato di \$10,8 miliardi nelle loro riserve non ha superato di molto quello di \$9,3 miliardi conseguito nel 1976. Per la prima volta dopo l'aumento di prezzo del petrolio, la maggior espansione delle riserve registrata da un singolo paese è stata quella dell'Iran (\$3,4 miliardi). L'Arabia Saudita ha accresciuto le proprie riserve di \$3 miliardi e sostanziali incrementi sono stati conseguiti da altri quattro paesi dell'OPEC: Iraq (\$2,4 miliardi), Libia (\$1,7 miliardi), Kuwait (\$1,1 miliardi) e Indonesia (\$1 miliardo). Viceversa sono diminuite di \$1,1 miliardi le riserve degli Emirati Arabi Uniti e di un ulteriore \$1 miliardo quelle della Nigeria, già ridottesi di \$0,4 miliardi nel 1976.

La differenza essenziale tra l'espansione delle riserve dello scorso anno e quella del 1976 ha riguardato i paesi importatori di petrolio, le cui riserve complessive

sono aumentate di \$47,9 miliardi nel 1977, dopo il rilevante incremento di \$21,3 miliardi nel 1976. Nell'ambito di tali paesi, l'espansione più rapida è stata registrata da quelli del Gruppo dei Dieci e dalla Svizzera, le cui riserve globali si sono accresciute di \$37 miliardi, a fronte di un incremento di \$10 miliardi nel 1976.

Lo scorso anno, nell'espansione delle riserve dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera si possono distinguere, grosso modo, due periodi. Durante il primo, che comprende i primi nove mesi dell'anno, il totale delle loro riserve è salito di \$16,9 miliardi, imputabili quasi per intero alla ricostituzione di riserve da parte del Regno Unito e dell'Italia, rispettivamente per \$13 e 3,4 miliardi. Durante il secondo periodo che comprende l'ultimo trimestre dell'anno, i paesi del Gruppo dei Dieci hanno accresciuto di ulteriori \$20 miliardi il totale delle loro riserve. Le disponibilità del Regno Unito sono aumentate di altri \$3 miliardi in ottobre, prima della decisione delle autorità britanniche di lasciare fluttuare quasi liberamente la sterlina, e quelle dell'Italia di \$1,5 miliardi; ma l'aspetto dominante di questo secondo periodo consiste negli aumenti di \$5,2 e 5 miliardi rispettivamente delle riserve tedesche e giapponesi, e di \$3,3 miliardi (di cui quasi un quarto ha rispecchiato operazioni di riporto di fine anno con le banche) di quelle svizzere, tutti derivanti da interventi ufficiali destinati a moderare l'apprezzamento delle monete di questi paesi nei confronti del dollaro.

Lo stesso andamento è riscontrabile, anche se su scala ridotta, nel primo trimestre del 1978. I paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera hanno aumentato le loro riserve globali di ulteriori \$7,1 miliardi: in particolare, il Giappone di \$6,4 miliardi e la Germania di \$2,5 miliardi. Le acquisizioni di riserve durante il primo trimestre sarebbero state anche maggiori se non fosse intervenuta la liquidazione di operazioni di *window-dressing* di fine anno da parte delle banche commerciali svizzere, che ha comportato un leggero calo delle riserve della Banca Nazionale durante il trimestre medesimo.

Per quanto riguarda i rimanenti paesi importatori di petrolio, nel 1977 le variazioni nelle riserve globali per gruppi di paesi non si sono discostate molto da quelle dell'anno precedente: per gli "Altri paesi sviluppati" l'aumento è stato di \$1,6 miliardi, a fronte di \$0,6 miliardi, e per i paesi in via di sviluppo non petroliferi, di \$9,4 miliardi, rispetto a \$10,8 miliardi.

Nel gruppo degli "Altri paesi sviluppati", le principali acquisizioni sono state quelle della Spagna (\$1,3 miliardi), della Danimarca (\$0,8 miliardi) e dell'Irlanda (\$0,5 miliardi). Sono invece calate di \$0,8 miliardi le riserve dell'Australia e di \$0,3 miliardi quelle della Turchia.

Nel gruppo dei paesi in via di sviluppo non petroliferi sono stati nuovamente tre paesi, che già nel 1976 avevano conseguito i maggiori incrementi, ad espandere considerevolmente le loro riserve: India (\$2,1 miliardi), Argentina (\$1,7 miliardi) e Corea del Sud (\$1,3 miliardi). Altri apprezzabili incrementi sono stati conseguiti dalla Colombia (\$0,7 miliardi), dal Messico e Singapore (\$0,5 miliardi ciascuno) e dalla Malaysia (\$0,4 miliardi).

Nonostante la sua ampiezza, l'espansione globale della liquidità internazionale nel 1977 non può essere considerata come una minaccia immediata di inflazione. Nel caso di quei paesi importatori di petrolio che stavano ricostituendo le loro

riserve, l'espansione della liquidità era nel complesso desiderata ed auspicabile, mentre gli incrementi nelle disponibilità valutarie ufficiali dei paesi dell'OPEC e dei principali paesi eccedentari del mondo industriale non presentano manifestamente pericoli inflazionistici per il sistema nel suo insieme. Tuttavia, un incremento nel livello delle importazioni di questi paesi sarebbe assai bene accetto al resto dei paesi importatori di petrolio.

Il più importante elemento che differenzia l'espansione delle riserve dello scorso anno da quella del 1976 consiste nei fattori che vi hanno contribuito al di fuori dell'area dei paesi esportatori di petrolio. Durante il 1976 gli incrementi delle riserve dei paesi importatori di petrolio si erano accompagnati ad un rilevante indebitamento con l'estero delle banche commerciali, comprese quelle negli Stati Uniti; ciò aveva significato che, su base netta, gli incrementi medesimi erano stati relativamente modesti e, al tempo stesso, intenzionali. Per contro, nel 1977, anche se alcuni paesi hanno continuato ad accrescere le loro riserve attraverso il ricorso al credito estero, la principale fonte di creazione di liquidità internazionale è stato il disavanzo della bilancia delle partite correnti degli Stati Uniti. Ciò ha comportato che l'espansione delle riserve degli altri paesi importatori di petrolio non fosse più accompagnata nella stessa misura che in passato da un aumento dell'indebitamento verso l'estero. Ed ha anche implicato, per alcuni paesi che non erano disposti ad accettare un apprezzamento illimitato delle loro monete, un aumento delle riserve ben superiore a quello che essi avrebbero voluto. Pertanto, lo scorso anno la creazione di liquidità ha rappresentato sotto due diversi aspetti un fattore destabilizzante, sia potenziale sia reale, nei suoi effetti sul sistema monetario internazionale. In primo luogo, la creazione netta di liquidità è stata molto maggiore anche se gli effetti inflazionistici che tale espansione potrebbe esercitare in futuro sono sminuiti dal fatto che buona parte di essa è avvenuta in paesi industriali con bassi tassi d'inflazione e bilance delle partite correnti notevolmente in attivo. In secondo luogo, nel 1977 l'espansione della liquidità internazionale si è accompagnata a movimenti erratici dei tassi di cambio, che hanno provocato un'ulteriore cospicua riduzione di valore del dollaro rispetto a diverse altre importanti monete. Quest'ultimo aspetto ha ancora una volta sollevato il problema della composizione delle riserve globali.

Tale questione concerne non solo l'attuale consistenza delle riserve, ma, in misura altrettanto importante, le future acquisizioni, in quanto da alcuni anni appare ormai chiaro che il passaggio dal sistema di parità fisse di Bretton Woods all'attuale situazione di fluttuazione prevalentemente guidata dei tassi di cambio non ha poi comportato una gran differenza nella domanda di riserve da parte dei paesi, come invece si supponeva allorché nel 1973 ebbe termine il sistema delle parità fisse.

Un'indicazione del vigore di questa domanda negli anni recenti è data dal comportamento dei paesi in via di sviluppo non petroliferi. Nel 1976 e nel 1977, anni in cui questo gruppo di paesi ha registrato forti disavanzi complessivi nella bilancia delle partite correnti, essi hanno rafforzato le loro riserve con incrementi rispettivamente di \$ 10,8 e 9,4 miliardi. Un altro aspetto del perdurante fabbisogno di riserve dei paesi può essere ravvisato nell'entità degli interventi ufficiali sui mercati dei cambi. In base alle stime pubblicate dalla Federal Reserve Bank di New York, il totale degli interventi lordi effettuati sui mercati dei cambi dalle autorità monetarie dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera è ammontato a \$ 40 miliardi nei dodici mesi dal febbraio 1975 al gennaio 1976, a \$ 73 miliardi nel corrispondente periodo

del 1976-77 e a \$101 miliardi nei corrispondenti dodici mesi del 1977-78. Queste cifre comprendono, specie per il periodo 1977-78, i massicci acquisti di dollari effettuati, con riluttanza, da paesi eccedentari la cui "domanda" di riserve è derivata unicamente dal desiderio di moderare l'ascesa delle proprie monete sui mercati dei cambi. Esse inglobano però anche le ingenti somme spese nel 1976 da paesi in disavanzo, come l'Italia e il Regno Unito, per evitare un eccessivo deprezzamento dei loro tassi di cambio, nonché i massicci riacquisti di dollari di questi stessi paesi nel 1977 per ricostituire le loro riserve.

Poiché continua ad esservi una forte domanda di riserve nel sistema, le esperienze del 1977 hanno rafforzato i dubbi già esistenti circa la possibilità di soddisfarla - compatibilmente con l'esigenza di mantenere una ragionevole stabilità sui mercati dei cambi - semplicemente attraverso un aumento delle riserve in dollari. Va aggiunto che, anche all'epoca del sistema di Bretton Woods, l'accettabilità del dollaro come principale componente dell'espansione delle riserve dipendeva da una contemporanea adeguata crescita delle disponibilità mondiali di oro monetario, sia a copertura del dollaro medesimo sia per soddisfare la domanda degli altri paesi, per i quali l'oro costituiva un importante strumento di riserva. Non essendo più l'oro una componente dell'espansione delle riserve, vanno ricercati nuovi strumenti che si affianchino al dollaro nelle riserve mondiali. A questo riguardo, l'alternativa parrebbe porsi tra i DSP o altre attività create a livello internazionale, da un lato, e l'impiego come strumenti di riserva di monete diverse dal dollaro, dall'altro.

Quale potrebbe essere il contributo dei DSP alla futura espansione delle riserve? Gli emendamenti agli Statuti del FMI implicano la speranza che in un ragionevole lasso di tempo i DSP diventino la principale attività di riserva del sistema, ed i paesi membri del Fondo hanno accettato l'impegno di massima di operare in questa direzione. Tuttavia è forse più opportuno considerare questo come un obiettivo a lunga scadenza, mentre in un futuro meno lontano non sembra probabile che i DSP possano offrire un contributo molto maggiore di quello originariamente previsto, e cioè di complemento alle altre componenti dell'espansione delle riserve. In questo ruolo complementare i DSP dovrebbero poter fungere da utile strumento per incrementare le riserve possedute, in quanto attualmente si tratta dell'unico tipo di attività di riserva che non rappresenta al tempo stesso una passività di un singolo paese nel sistema.

Quanto ad altre monete diverse dal dollaro, potrebbero anch'esse contribuire utilmente alla futura espansione delle riserve? E in caso affermativo, ciò sarebbe auspicabile? I paesi le cui monete sono in predicato appaiono comprensibilmente ansiosi di evitare di assumere il ruolo di importanti centri di riserva ed hanno preso energiche misure per scongiurare questa eventualità. Ciò nonostante, negli ultimi anni si è avuta, altrettanto comprensibilmente, una forte domanda di queste valute da parte delle banche centrali, con il risultato che, nonostante tutti gli ostacoli, la loro presenza nelle riserve ufficiali è aumentata sensibilmente in termini assoluti, anche se non relativamente al totale di tutti i tipi di attività ufficiali. Naturalmente, nella misura in cui continuasse a diffondersi l'impiego di altre monete come attività di riserva - anche ammesso che il dollaro resti di gran lunga la principale moneta di riserva del sistema - aumenterebbero di pari passo l'importanza di mantenere stabile il rapporto tra le varie monete di riserva ed i pericoli derivanti da mutamenti nella preferenza dei detentori riguardo alle differenti monete.

Due conclusioni sembrano potersi trarre da queste considerazioni. La prima è che, non essendovi nell'immediato futuro un'alternativa al dollaro come principale strumento di riserva nel sistema monetario, si dovrebbero prendere i provvedimenti appropriati per ristabilire la piena fiducia in questa moneta. A tal fine è soprattutto necessario ridurre l'attuale disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti, che ha fatto crescere ad un ritmo inaccettabile le riserve nette in dollari del resto del mondo. Oltre a ciò, verrebbe rafforzata la fiducia nel dollaro se esso risultasse sorretto da attività di riserva negli Stati Uniti, piuttosto che solo dall'attuale rete di linee di credito reciproche a breve termine. Quanto al futuro approvvigionamento di riserve in dollari al sistema, nell'interesse della stabilità sia del dollaro sia del sistema monetario nel complesso, esso dovrebbe provenire solo in parte da un disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti e per il resto dal ricorso al credito, di modo che, in questa misura, all'incremento delle riserve lorde in dollari degli altri paesi si accompagni un aumento della loro posizione debitoria verso l'estero.

La seconda conclusione è che un rafforzamento del dollaro, seppure necessario ed auspicabile, potrebbe non essere sufficiente ad assicurare che tutto il futuro fabbisogno di riserve sia adeguatamente soddisfatto. Potrebbe rivelarsi necessario - se si vorrà che siano soddisfatte le preferenze dei vari paesi circa la composizione delle loro riserve - che tale rafforzamento sia progressivamente integrato da un ampliamento della funzione di riserva di altre attività. In altre parole, può darsi che non sia realistico invocare un dollaro forte e contemporaneamente perseguire politiche tendenti a perpetuare il ruolo del dollaro come pressoché unico elemento di espansione delle riserve.

VII. LE ATTIVITA' DELLA BANCA.

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

Lo scorso anno la Banca ha continuato a svolgere, come di consueto, un ruolo attivo nel promuovere la cooperazione monetaria internazionale. Oltre alle regolari riunioni a Basilea dei Governatori delle banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci e della Svizzera e a quelle del Consiglio di amministrazione, la Banca ha organizzato incontri periodici di funzionari delle banche centrali, per esaminare questioni quali l'evoluzione dei mercati dell'oro, dei cambi e delle eurovalute, nonché per effettuare studi e scambiare informazioni su altri problemi economici, monetari, tecnici e giuridici interessanti le banche centrali.

La Banca ha continuato a partecipare, in qualità di osservatore, ai lavori del Comitato ad interim del Consiglio dei governatori del Fondo monetario internazionale per il Sistema monetario internazionale. In conformità dell'accordo raggiunto nella riunione del Comitato del 31 agosto 1975 a Washington, la Banca ha svolto le funzioni di segretario in connessione agli accordi raggiunti dai paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci sulle transazioni in oro, sino alla conclusione di tali accordi alla fine del gennaio 1978.

La Banca ha inoltre continuato a mettere a disposizione il Segretariato per il Comitato dei governatori delle banche centrali dei paesi membri della Comunità economica europea e per il Consiglio dei governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria - organi comunitari, istituiti rispettivamente nel maggio 1964 e nell'aprile 1973 - nonché per i loro sottocomitati e gruppi di esperti. Questi ultimi comprendono in particolare: il Comitato dei sostituti dei governatori, che sistematicamente prepara gli studi da sottoporre alla discussione nelle riunioni dei Governatori; un gruppo specializzato in questioni concernenti i mercati dei cambi e le politiche di intervento su tali mercati (dall'inizio del 1976, la composizione di questo gruppo è stata talora limitata ai paesi CEE oppure estesa, in alcune occasioni, fino a comprendere altri paesi industriali, in genere membri del Gruppo dei Dieci); un gruppo incaricato di esaminare periodicamente la situazione monetaria dei paesi membri e i problemi derivanti dal coordinamento, a livello comunitario, delle politiche monetarie nazionali; e un gruppo che studia l'armonizzazione degli strumenti di politica monetaria impiegati dai paesi membri (tale gruppo è responsabile nei confronti del Comitato monetario della CEE e del Comitato dei governatori).

Come negli anni precedenti, nel 1977-78 tali comitati e gruppi hanno tenuto numerose riunioni regolari e specifiche, per la maggior parte a Basilea e generalmente in preparazione delle discussioni fra i Governatori. Sulla base dei loro lavori, lo stesso Comitato dei governatori e il Consiglio dei governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria, ciascuno nell'ambito delle proprie competenze e funzioni - strettamente connesse e complementari - hanno potuto adottare diverse decisioni o preparare relazioni e pareri, su base regolare o specifica, per la Commissione delle Comunità europee o, più di frequente, per i Ministri delle finanze dei paesi della CEE. Lo scorso anno questo lavoro si è concentrato soprattutto sui rapporti di cambio intracomunitari e sugli schemi comunitari di assistenza reciproca, sul coordinamento

delle politiche monetarie interne perseguite dai paesi membri della CEE e sugli aspetti monetari delle nuove iniziative per la realizzazione dell'unione monetaria ed economica proposte nella seconda metà dell'anno dalla Commissione delle Comunità europee.

La Banca ha continuato a partecipare, in veste di osservatore, alle riunioni dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera e dei loro sostituti. Inoltre la Banca ha continuato ad esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dai Ministri e dai Governatori dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, di raccogliere e distribuire a tutti i paesi membri e al Gruppo di lavoro n. 3 dell'OCSE i dati statistici circa il finanziamento dei saldi attivi e passivi con l'estero dei paesi stessi. Essa ha altresì continuato a raccogliere, analizzare e distribuire dati statistici sul mercato delle eurovalute, nonché ad associarsi agli altri lavori compiuti dal Gruppo dei Dieci e dall'OCSE, in particolare mettendo a disposizione il Segretariato per il Comitato per la regolamentazione e la vigilanza bancaria, costituito nel dicembre 1974 dai Governatori dei paesi aderenti al Gruppo dei Dieci.

Infine la Banca ha continuato a mettere a disposizione il Segretariato per il Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci e della Svizzera, favorendo in tal modo la discussione e lo scambio di informazioni tra i funzionari responsabili dei servizi di organizzazione e di elaborazione dei dati delle banche centrali interessate. Particolare attenzione è stata dedicata ai settori, in rapida evoluzione, della commutazione di messaggi interbancari e dei sistemi elettronici nei pagamenti internazionali. Gli esperti hanno inoltre esaminato la questione della sicurezza e dell'affidabilità in tale contesto e stanno attualmente analizzando i sistemi di pagamenti e le modalità di una loro automazione. Il Segretariato partecipa tuttora, in qualità di osservatore di collegamento, ai lavori dell'International Standards Organisation sulla normalizzazione nei pagamenti internazionali, seguendo da vicino tutti gli sviluppi in questo settore. Nel corso dell'anno le banche centrali hanno completato la loro valutazione sul funzionamento tecnico di una banca centralizzata dei dati macroeconomici e sui servizi che essa può fornire. Si è pervenuti alla conclusione che il progetto merita senz'altro di essere sviluppato e si è concordato che, a partire dall'inizio di quest'anno, la banca elettronica dei dati, impiegata finora in via sperimentale presso la BRI, funzioni su base permanente. Non sarà tuttavia possibile sviluppare l'intero potenziale di questa banca dei dati fintantoché la BRI non disporrà nella propria sede di un calcolatore elettronico, di cui è prevista l'installazione alla fine del 1978.

2. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1978, certificati dai revisori dei conti, sono riprodotti alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro.*

* * *

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

Il totale di bilancio al 31 marzo 1978
 è ammontato a
 contro, al 31 marzo 1977,

F 59.334.066.542
 F 48.846.308.213

Si è pertanto registrato un incremento di
 pari al 21,5 %, considerevolmente superiore, in termini assoluti e relativi, a quello
 del precedente esercizio finanziario (5.420 milioni, ovvero il 12,5 %).

F 10.487.758.329

Va tuttavia notato che l'apprezzamento di talune valute, in particolare del franco svizzero, ha contribuito per circa un ottavo all'incremento del totale di bilancio.

Nel corso dell'esercizio finanziario, il totale della situazione mensile dei conti ha registrato una progressione nel complesso abbastanza costante, raggiungendo il più alto livello, pari a 60.192 milioni, alla fine di febbraio, allorché è stata per la prima volta superata la soglia dei 60 miliardi.

BRI: Totali di bilancio negli ultimi dieci esercizi finanziari.

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Totale di bilancio		Variazione rispetto all'esercizio precedente	
	milioni di franchi		percentuali	
1969	14.643	+ 2.602	+ 22	
1970	20.699	+ 6.056	+ 41	
1971	23.856	+ 3.157	+ 15	
1972	29.362	+ 5.506	+ 23	
1973	25.250	- 4.112	- 14	
1974	31.615	+ 6.365	+ 25	
1975	41.940	+ 10.325	+ 33	
1976	43.426	+ 1.486	+ 4	
1977	48.846	+ 5.420	+ 13	
1978	59.334	+ 10.488	+ 22	

Nel Bilancio non sono compresi:

- 1) gli effetti e gli altri titoli in custodia per conto di banche centrali e di altri depositanti;
- 2) le attività detenute in virtù delle funzioni svolte dalla Banca (come Terzo designato, fiduciario o agente) in connessione con i prestiti internazionali;
- 3) le attività e passività derivanti dalle funzioni della Banca quale Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria in relazione alle operazioni di credito concluse dalla Comunità;
- 4) l'oro in custodia presso la BRI per conto di depositanti, che al 31 marzo 1978 ammontava a 1.018 milioni di franchi, rispetto a 1.311 milioni al 31 marzo 1977.

PASSIVO (COMPOSIZIONE DELLE RISORSE).

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

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale di bilancio
	milioni di franchi			
1969	200	14.133	310	14.643
1970	463	20.060	176	20.699
1971	539	23.086	231	23.856
1972*	754	28.401	207	29.362
1973*	849	24.179	222	25.250
1974*	967	30.378	270	31.615
1975*	1.122	40.435	383	41.940
1976*	1.253	41.617	556	43.426
1977*	1.373	46.934	539	48.846
1978*	1.493	57.150	691	59.334

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

A. Capitale, riserve, accantonamenti e passività diverse.

a) Capitale versato F 300.703.125

Il capitale autorizzato è rimasto invariato; così pure il capitale emesso, che è suddiviso in 481.125 azioni, liberate nella misura del 25%. Le 1.000 azioni dell'emissione albanese, finora detenute dalla Banca di Stato di Albania, Tirana, sono state vendute da quest'ultima ad un gruppo di banche centrali membri della BRI. Nello stesso tempo la Banca di Stato di Albania ha rinunciato a tutti i diritti derivanti dalla sua partecipazione alla BRI. La suddetta operazione non ha alterato la distribuzione dei diritti di voto e di rappresentanza tra gli altri istituti membri.

b) Riserve

1) *Fondo di riserva legale* F 30.070.313

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

2) *Fondo di riserva generale*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1977-78 F 519.847.193

contro 471,8 milioni di franchi al 31 marzo 1977; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 48 milioni di franchi; l'attribuzione prevista al detto Fondo è conforme alle disposizioni dell'articolo 51(3) dello Statuto.

3) *Fondo speciale di riserva per dividendi* F 75.175.781

Il relativo importo è rimasto invariato dal 1973.

4) *Fondo di riserva libero*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1977-78 F 567.118.200

contro 495,1 milioni di franchi al 31 marzo 1977; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 72 milioni di franchi.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1977-78 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F 1.192.211.487

contro 1.072,2 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio, pari ad un incremento di 120 milioni; si rammenta che l'aumento delle riserve totali è stato di 131 milioni nell'esercizio 1975-76 e di 120 milioni, come nell'esercizio sotto rassegna, nel 1976-77.

c) le "Partite varie" ammontano a F 595.442.887

contro 456,9 milioni di franchi al 31 marzo 1977, pari ad un aumento di 138,5 milioni.

d) Accantonamento per immobili F 24.932.478

contro 34,4 milioni di franchi al 31 marzo 1977; la diminuzione di 9,5 milioni di franchi deriva dal regolamento di spese ammontanti a 28,6 milioni di franchi, parzialmente compensate da un ulteriore trasferimento di 13 milioni di franchi, deciso dal Consiglio di amministrazione, e da una differenza di cambio di 6,1 milioni di franchi.

e) Conto profitti e perdite, *prima* della ripartizione F 191.050.134

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1977-78, con un aumento di 23,2 milioni di franchi rispetto all'utile netto dell'esercizio precedente, pari a 167,9 milioni, che era stato inferiore di 11 milioni a quello dell'esercizio finanziario 1975-76. I particolari delle proposte di ripartizione dell'utile per il 1977-78, in conformità delle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, sono riportati nella sezione 6 di questo capitolo; tali proposte, di cui si è fatta frequentemente menzione a proposito dell'andamento delle riserve, prevedono in particolare di devolvere 71.050.134 franchi - contro 47.920.050 franchi dell'esercizio precedente - per il pagamento del dividendo di 110 franchi svizzeri per azione (rispetto a 100 franchi svizzeri per azione lo scorso anno), da effettuarsi alla data del 1° luglio 1978; l'aumento nell'importo del dividendo è quindi molto maggiore in termini di franchi oro (+48%) che non di franchi svizzeri (+10%) e la differenza è dovuta al cospicuo incremento nel valore in franchi oro del franco svizzero, cui si è accennato in precedenza.

B. Fondi ricevuti in prestito.

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

BRI: Origine delle risorse ricevute in prestito.

Origine	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1977	1978	
	millioni di franchi		
Depositi di banche centrali	45.894	56.360	+ 10.466
Depositi di altri depositanti	1.040	790	- 250
Totale	46.934	57.150	+ 10.216

L'incremento registrato nei "Depositi di banche centrali" è stato molto rilevante, anche in termini relativi (+ 22,8% a fronte di + 14,8% nel precedente esercizio finanziario), e va nuovamente ascritto soprattutto ai depositi in dollari USA, anche se vi sono stati incrementi abbastanza consistenti nella maggior parte delle altre monete, e in particolare nei depositi in marchi tedeschi; i depositi in franchi svizzeri hanno rappresentato un caso speciale, in quanto la relativa espansione è dovuta al fatto che l'aumento nel loro valore in franchi oro è stato maggiore dell'ammontare netto dei rimborsi effettuati.

I "Depositi di altri depositanti" sono ancora calati, anche se in maniera meno pronunciata rispetto al precedente esercizio finanziario, allorché la loro flessione era stata di poco più di un terzo.

L'effetto combinato dell'andamento divergente nelle due partite sopra menzionate è stato quello di aumentare ulteriormente - da 97,8 a 98,6% - la preminenza dei "Depositi di banche centrali" sul totale dei fondi ricevuti in prestito.

BRI: Scadenza e natura delle risorse ricevute in prestito.

Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valute			Totale		
	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1977	1978		1977	1978		1977	1978	
milioni di franchi									
A vista	2.509	3.708	+ 1.199	753	1.235	+ 482	3.262	4.943	+ 1.681
Fino a tre mesi . . .	1.032	159	- 873	35.523	37.918	+ 2.395	36.555	38.077	+ 1.522
Ad oltre tre mesi . .	24	91	+ 67	7.093	14.039	+ 6.946	7.117	14.130	+ 7.013
Totale . .	3.565	3.958	+ 393	43.369	53.192	+ 9.823	46.934	57.150	+ 10.216

Nonostante un consistente aumento dei depositi in oro, la loro quota sul totale delle risorse ricevute in prestito è ulteriormente diminuita da 7,6 a 6,9%, mentre la proporzione dei depositi in valute è corrispondentemente aumentata da 92,4 a 93,1%.

a) Depositi in oro

F 3.957.761.261

contro 3.565 milioni di franchi al 31 marzo 1977, con un aumento di 393 milioni, notevolmente superiore a quello di 45 milioni conseguito nel precedente esercizio finanziario; i depositi a vista sono aumentati di circa la metà, in parte per l'afflusso di ulteriori depositi, ma soprattutto in seguito al trasferimento in depositi a vista di oro precedentemente detenuto in depositi con scadenza fino a tre mesi; il livello di questi ultimi è pertanto diminuito di cinque sestimi. Il mancato rinnovo dei depositi vincolati è derivato dal fatto che durante l'esercizio finanziario si sono gradualmente ridotte le possibilità per la Banca di impiegare oro detenuto in depositi vincolati. L'aumento nei depositi ad oltre tre mesi va ascritto ad un nuovo deposito a scadenza abbastanza lunga ricevuto dalla Banca.

b) Depositi in valute

F 53.191.965.170

contro 43.369 milioni di franchi al 31 marzo 1977; l'aumento, pari a 9.823 milioni (+ 22,7%) è stato particolarmente marcato e notevolmente superiore a quello del precedente esercizio finanziario (5.272 milioni, cioè +13,8%); esso va principalmente attribuito all'espansione dei fondi ad oltre tre mesi il cui livello si è praticamente raddoppiato; la parte restante va ascritta ai depositi a vista, aumentati di quasi due terzi, e alle passività con scadenza fino a tre mesi, la cui espansione è stata forte in termini assoluti, ma relativamente modesta in percentuale.

ATTIVO (UTILIZZO DELLE RISORSE).

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

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

Natura	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		1978		Variazione	
	1977		1978			
	milioni di franchi					
Attività a vista						
Oro	4.046		5.069		+ 1.023	
Valute	81	4.127	329	5.398	+ 248	+ 1.271
Buoni del Tesoro						
Valute		133		298		+ 155
Depositi vincolati ed anticipazioni						
Oro	76		—		— 76	
Valute	40.720	40.796	50.253	50.253	+ 9.533	+ 9.457
Titoli a termine						
Valute		3.561		2.456		— 1.095
Totale						
Oro	4.122		5.069		+ 947	
Valute	44.485	48.607	53.326	58.395	+ 8.841	+ 9.788

a) Oro

F 5.069.414.415

contro 4.046 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio finanziario; l'aumento abbastanza consistente, di 1.023 milioni, è stato il risultato di una serie di operazioni: l'afflusso di nuovi depositi, la scadenza di riporti in oro - venduto a pronti - contro valute, ed infine la scadenza di depositi in oro che erano stati collocati sul mercato.

D'altra parte occorre rilevare che, come indicato alla nota 3 in calce al Bilancio, la parte degli averi in oro costituita in pegno è passata da 857 milioni di franchi al 31 marzo 1977 a 129 milioni.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F 328.595.064

contro 81 milioni di franchi al 31 marzo 1977, l'aumento di 248 milioni è dovuto al fatto che la Banca ha ricevuto fondi con breve termine di preavviso che essa ha dovuto detenere in contanti.

c) Buoni del Tesoro F 287.962.424

contro 133 milioni di franchi alla fine del precedente esercizio finanziario; l'aumento di 155 milioni, superiore all'ammontare in essere all'inizio dell'esercizio finanziario, ha rispecchiato la ripresa, dal luglio 1977, degli acquisti da parte della Banca di buoni del Tesoro denominati in dollari USA.

d) Depositi vincolati e anticipazioni F 50.252.922.918

contro 40.796 milioni di franchi al 31 marzo 1977; l'aumento di 9.457 milioni, pari al 23,2%, costituisce la maggior parte dell'espansione nelle attività totali e va interamente attribuito alla componente in valute, dato che quella in oro si è esaurita in seguito alla scadenza dei depositi vincolati, come menzionato al precedente paragrafo (a).

I depositi vincolati e le anticipazioni in valuta, saliti da 40.720 milioni a 50.253 milioni, hanno registrato un aumento di 9.533 milioni, ancor più accentuato rispetto a quello di 6.190 milioni del precedente esercizio finanziario; l'accrescimento concerne soprattutto i dollari USA - collocati in diversi mercati - e in misura minore il marco tedesco e la maggior parte delle altre valute che compongono le attività; come nel caso dei fondi ricevuti in prestito, l'espansione nella componente in franchi svizzeri è dovuta al maggior incremento del loro valore in franchi oro rispetto alla riduzione effettiva degli impieghi in franchi svizzeri.

e) Titoli a termine F 2.456.540.360

contro 3.551 milioni al 31 marzo 1977. La marcata riduzione di 1.095 milioni, e cioè del 30,8%, corrisponde essenzialmente alla differenza tra, da un lato, il rimborso per scadenza di certificati bancari di deposito, di accettazioni bancarie - tutti acquistati sul mercato statunitense e denominati in dollari USA - e di *notes* denominate in franchi svizzeri e, dall'altro, gli acquisti di vari tipi di titoli denominati in dollari USA.

Va notato che, mentre all'inizio dell'esercizio questa voce rappresentava ancora il 7,3% delle attività totali, a fine esercizio vi partecipava con non più del 4,1%; per contro la quota dei "Depositi vincolati e anticipazioni" è aumentata da 83,5 a 84,7%.

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

Periodi	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1977	1978	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi	31.815	33.663	+ 1.848
Ad oltre tre mesi	12.532	19.046	+ 6.514
Totale	44.347	52.709	+ 8.362

Come risulta dalla tabella, l'aumento nel totale delle attività va soprattutto imputato agli impieghi con scadenza ad oltre tre mesi; infatti il loro livello è nettamente aumentato sia in termini assoluti che relativi (di poco più della metà), in connessione con un prolungamento dei periodi di scadenza delle risorse mutate; per contro, l'espansione degli impieghi con scadenza fino a tre mesi, sebbene apprezzabile in termini assoluti, è stata relativamente modesta in percentuale.

f) Partite varie

F 938.631.360

contro 239 milioni di franchi al 31 marzo 1977. Il fortissimo aumento di 700 milioni è derivato integralmente, come nel precedente esercizio finanziario, da rettifiche contabili; in effetti il peso netto dell'oro acquistato mediante riporti contro valute è stato contabilizzato in base alla definizione statutaria del franco oro, mentre tali operazioni erano state concluse a prezzi in linea con quelli di mercato.

Operazioni a termine su oro.

Queste operazioni, cui si fa riferimento alla nota 2 in calce al Bilancio, hanno registrato un saldo passivo (oro da consegnare a termine) di F 449.645.239 contro un saldo attivo (oro da ricevere a termine) di 105 milioni all'inizio dell'esercizio finanziario.

La variazione nel saldo è quindi di 554 milioni ed è risultata — come menzionato al paragrafo (a) delle Attività — dalla scadenza di riporti in oro (riacquistato a termine) contro valute e dalla conclusione netta di riporti in oro (rivenduto a termine) contro valute; queste ultime operazioni hanno consentito un temporaneo smobilizzo di riserve in oro delle banche centrali.

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

* * *

*

Nel complesso, le operazioni della Banca si sono ulteriormente sviluppate nel corso dell'esercizio finanziario 1977-78, raggiungendo un livello che non ha precedenti.

3. Le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali.

In conformità degli accordi in vigore, la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Fiduciario per le nuove obbligazioni emesse dal Governo della Repubblica federale tedesca, ai termini dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953, rispettivamente per il Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes) e per il Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young).

Per il Prestito Dawes, tutte le obbligazioni convertite e consolidate in essere sono rispettivamente giunte a scadenza nell'ottobre del 1969 e del 1972. In conformità dell'articolo 16 dell'Obbligazione Generale del Prestito Dawes del 10 ottobre 1924, il Fiduciario ha rimborsato lo scorso anno al governo tedesco tutti gli importi non richiesti in pagamento dai detentori delle obbligazioni consolidate in essere e delle relative cedole.

Per il Prestito Young, l'esercizio finanziario 1977-78 si è chiuso il 1° giugno 1978. I relativi interessi sono stati debitamente versati alla Banca e da questa distribuiti agli Agenti nazionali. Il rimborso delle obbligazioni convertite, relativamente all'anno finanziario 1977-78, è stato effettuato in parte mediante acquisti di obbligazioni sul mercato e in parte mediante sorteggio. Tutte le obbligazioni consolidate in essere sono state rimborsate il 1° dicembre 1972, mentre la data ultima di scadenza delle obbligazioni convertite è il 1° giugno 1980.

Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young).
Obbligazioni convertite.

Emissione	Valuta	Valore di rimborso*			Saldo
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		
			dal 1958-59 al 1976-77	1977-78	
Americana . .	\$	86.144.000	27.179.000	2.219.000	56.746.000
Belga	FB	202.872.000	61.695.000	4.803.000	136.374.000
Britannica . .	£	42.091.000	12.709.000	992.000	28.390.000
Francese . . .	FF	644.438.000	197.179.000	15.303.000	431.956.000
Olandese . . .	Fl	52.581.000	15.673.000	1.231.000	35.677.000
Svedese	SKr	128.380.000	39.456.000	3.091.000	85.833.000
Svizzera . . .	FS	58.393.000	17.355.000	1.364.000	39.674.000
Tedesca . . .	DM	14.509.000	4.231.000	336.000	9.942.000

* Valore provvisorio al 1° maggio 1978, determinato in conformità delle disposizioni dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953, ma senza tener conto delle rivalutazioni del DM del 1961 e del 1968, e del successivo apprezzamento di alcune valute di emissione che non ha comportato una variazione formale delle loro parità.

L'Amministrazione tedesca del debito federale (Bundesschuldenverwaltung) ha informato il Fiduciario che, con l'entrata in vigore, il 1° aprile 1978, del secondo emendamento agli Statuti del FMI, ha deciso di applicare la clausola di garanzia di cambio annessa al Prestito Young e quindi di calcolare gli importi spettanti ai detentori di obbligazioni convertite e delle relative cedole in base all'Articolo 13(c) dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953. Gli importi da corrispondere a fronte delle obbligazioni convertite e delle relative cedole verranno quindi stabiliti - caso per caso - sulla base dei tassi di cambio delle monete di emissione del Prestito Young vigenti sul mercato a ciascuna data di scadenza. Prima del suddetto emendamento, l'Amministrazione del debito federale aveva sostenuto che la garanzia di cambio era applicabile solo in base alle parità notificate al FMI. Allorché è stata notificata al Fiduciario la nuova base di calcolo per gli importi da corrispondere, il franco belga risultava, secondo il parere dell'Amministrazione del debito

federale, "la moneta meno deprezzata" ai sensi del paragrafo 2(e), sezione A dell'Annesso I dell'Accordo di Londra.

Il Fiduciario, nell'accogliere favorevolmente la decisione dell'Amministrazione del debito federale di ricalcolare gli importi dovuti ai detentori di obbligazioni, è tuttavia dell'opinione che si sarebbe già dovuto effettuare un aggiustamento, che tenesse conto dei deprezzamenti effettivi delle monete, al fine di compensare i detentori delle obbligazioni di emissioni la cui moneta di pagamento si è progressivamente deprezzata in valore dal 1971. Questo aspetto, nonché la più ampia questione se la garanzia di cambio sia analogamente applicabile anche nel caso di apprezzamenti di fatto delle monete, è stato sottoposto all'attenzione dei governi dei paesi in cui sono state effettuate le emissioni del prestito in parola e il Fiduciario ha invitato gli stessi ad esaminare la questione e ad adoperarsi al fine di pervenire ad una adeguata soluzione.

La questione se la garanzia di cambio sia applicabile nel caso delle rivalutazioni del marco tedesco del 1961 e 1969 è stata deferita nel maggio 1971 alla corte di arbitraggio prevista dall'Accordo di Londra; la procedura arbitrale è attualmente in corso.

La Banca svolge anche le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni convalidate del Prestito internazionale del governo austriaco 1930, le cui operazioni sono state eseguite in conformità degli accordi relativi.

La situazione di questo prestito è indicata nella seguente tabella.

Prestito internazionale del governo austriaco 1930.

Emissione	Valuta	Valore nominale				
		Obbligazioni convalidate	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		Rimborso anticipato 1978	Saldo
			dal 1959 al 1976	1977		
Americana . . .	\$	1.867.000	1.503.000	21.000	143.000	—
Anglo-olandese . .	£	856.600	745.700	56.000	—	54.900
Svizzera	FS	7.102.000	5.589.000	445.000	—	1.068.000

4. La Banca come Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio.

La tabella che segue riporta l'ammontare dei prestiti garantiti emessi tra il 1954 e il 1961 dalla Comunità europea del carbone e dell'acciaio, per la quale la Banca esercita le funzioni di Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità il 28 novembre 1954.

Durante l'esercizio finanziario 1977-78, per il servizio dei prestiti garantiti la Banca ha ricevuto l'equivalente di circa 5 milioni di franchi per interessi e circa 33 milioni di franchi per rimborsi. A fine esercizio, il totale complessivo in essere si è ridotto a circa 81 milioni di franchi.

Prestiti garantiti della CECA.

Serie dei titoli garantiti	Data di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Importo originario dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1978	Tasso di interesse %	Anno di scadenza finale o di rimborso
1 ^a	1954	Stati Uniti	Governo USA	\$ 100.000.000	13.000.000	3 ¹ / ₂	1979
2 ^a	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	56.000.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^a	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50.000.000	6.965.000	3 ¹ / ₂	1981
4 ^a	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	FB 20.000.000 F Lux 5.000.000	5.600.000	3 ¹ / ₂ 3 ¹ / ₂	1982 1961
5 ^a	1956	Saar	Landesbank Saar Girozentrale, Saarbrücken	DM 2.977.450 ²	—	4 ¹ / ₄	1977
6 ^a	1956	Svizzera	Emissione pubblica	FS 50.000.000	—	4 ¹ / ₄	1974
7 ^a	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	—	5 ¹ / ₂	1975
8 ^a			Emissione pubblica	\$ 7.000.000	—	5	1962
9 ^a			Prestiti bancari	\$ 3.000.000	—	5	1962
10 ^a	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	F Lux 100.000.000	34.532.882	5 ¹ / ₂	1982
11 ^a	1959	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	2.800.000	5	1978
12 ^a			Emissione pubblica	\$ 15.000.000	—	4 ¹ / ₂	1963
13 ^a			Emissione pubblica	\$ 25.000.000	5.200.000	5 ¹ / ₂	1980
14 ^a			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 ¹ / ₄	1963
				\$ 3.300.000	—	4 ¹ / ₄	1964
				\$ 3.400.000	—	5	1965
15 ^a	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	F Lux 100.000.000	51.008.942	5 ¹ / ₂	1986
16 ^a	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fl 50.000.000	13.150.000	4 ¹ / ₂	1981

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

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

La Banca ha continuato a svolgere le funzioni, assunte a partire dal 1° giugno 1973, di Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria. Questa istituzione comunitaria, costituita il 6 aprile 1973 dagli stati membri della Comunità economica europea, si trova tuttora in fase operativa iniziale, ma la sua attività è divenuta recentemente più diversificata in seguito alla conclusione, nel marzo e aprile del 1976, delle prime operazioni creditizie comunitarie, la cui amministrazione è stata affidata al Fondo.

In quanto agente tecnico del Fondo, la Banca svolge ora due tipi di funzioni: da un lato, operazioni contabili concernenti il funzionamento del sistema dei cambi introdotto nella Comunità nell'aprile del 1972 e, dall'altro, le funzioni relative all'esecuzione delle operazioni finanziarie connesse con i crediti comunitari.

Nel primo caso, il ruolo della Banca consiste principalmente nel tenere i conti del Fondo, registrandovi:

- i debiti e i crediti nei confronti del Fondo delle banche centrali CEE che partecipano al "serpente" monetario, derivanti dagli interventi effettuati dalle predette banche nelle valute dei paesi membri allo scopo di mantenere le fluttuazioni tra i tassi di cambio entro un margine del 2,25 %;
- il regolamento periodico di tali debiti e crediti a brevissimo termine;
- operazioni effettuate in connessione con l'accordo di sostegno monetario a breve termine; le operazioni di questo genere sono comparse nei libri contabili del Fondo in connessione con il sostegno monetario ricevuto dalla Banca d'Italia tra il marzo e il dicembre 1974; sono successivamente scomparse dai libri contabili quando questo credito a breve termine è stato consolidato in assistenza finanziaria a medio termine; un nuovo sostegno monetario di \$482,54 milioni, concesso alla Banca d'Italia nel maggio 1976, è stato chiuso nel giugno 1977, senza essere mai stato attivato.

Durante l'esercizio finanziario 1977-78, il volume delle operazioni contabili è variato in misura notevole, parallelamente alla situazione sui mercati dei cambi dei paesi CEE partecipanti al "serpente" e al maggiore o minore ricorso di questi paesi ad interventi in dollari che non vengono registrati nei libri contabili del Fondo.

Nella sua funzione di Agente del Fondo per l'amministrazione delle operazioni di credito concluse dalla Comunità in conformità dei regolamenti adottati dal Consiglio delle Comunità europee nel febbraio 1975, la Banca è principalmente responsabile delle seguenti mansioni:

- esecuzione dei pagamenti connessi con le operazioni di credito;
- apertura dei necessari conti nei libri contabili del Fondo e registrazione di tali operazioni finanziarie;
- controllo delle scadenze stabilite dai contratti relativi alle operazioni di credito per il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale;
- comunicazione alla Commissione delle Comunità europee delle operazioni effettuate per conto della CEE.

I pagamenti summenzionati vengono effettuati per mezzo dei conti che il Fondo ha aperto a suo nome presso la Banca; tali conti sono peraltro puramente di transito, in quanto le somme ricevute dal Fondo in base agli accordi di credito conclusi dalla Comunità vengono trasferite, con stessa data di valuta, sul conto specificato dalla banca centrale del paese destinatario del relativo prestito.

Durante l'esercizio finanziario 1977-78 la Banca, nella sua funzione di Agente del Fondo, ha, da un lato, assicurato l'esecuzione del pagamento degli interessi maturati a fronte dei prestiti contratti dalla CEE dopo il 1976 e, dall'altro, partecipato all'esecuzione di due nuove operazioni. La prima, per un importo di \$USA 100 milioni, è stata effettuata allo scopo di convertire l'ultima *tranche* di \$USA 300 milioni della linea di credito bancaria a tasso variabile ottenuta dalla CEE nell'aprile 1976 in un prestito a interesse fisso; le prime due *tranches* erano già state consolidate nel precedente esercizio finanziario. La seconda operazione è consistita in un'emissione

obbligazionaria in pubblica sottoscrizione di \$USA 500 milioni effettuata dalla CEE sul mercato dell'eurodollaro, il cui ricavo è stato oggetto di un prestito all'Italia.

Tenuto conto di queste due nuove transazioni, la Banca in qualità di Agente ha amministrato, alla data del 31 marzo 1978, complessivamente sette operazioni comunitarie di credito, per un totale di circa \$USA 1,8 miliardi, di cui \$1,5 miliardi sono stati prestati all'Italia e \$300 milioni all'Irlanda. Tutti i contratti di prestito recano un tasso di interesse fisso, tra il 7,25 e l'8,25%, secondo la scadenza del prestito (in media di oltre cinque anni), la moneta di emissione e il periodo di conclusione del contratto.

6. Ripartizione dell'utile netto.

I conti relativi al quarantottesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1978, presentano un saldo attivo di gestione di 204.477.506 franchi a fronte di 175.776.466 franchi per l'esercizio finanziario precedente e di 184.464.774 franchi per l'esercizio 1975-76. L'aumento registrato nell'esercizio sotto rassegna riflette la notevole espansione nel volume delle operazioni effettuate dalla Banca in questo periodo, controbilanciata in certa misura dall'incremento nel livello dei costi di amministrazione della Banca, in parte connesso con il trasferimento nella nuova Sede.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 427.372 franchi allo "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione" e 13 milioni di franchi all'"Accantonamento per immobili". A seguito dei suddetti trasferimenti l'utile netto ammonta a 191.050.134 franchi, contro 167.920.050 franchi del precedente esercizio finanziario e 178.876.749 franchi dell'esercizio 1975-76. La ripartizione di tale importo è stabilita dall'articolo 51 dello Statuto.

In conformità di quanto ivi disposto, il Consiglio di amministrazione raccomanda che l'Assemblea generale ripartisca l'utile netto di 191.050.134 franchi nel modo seguente:

- 1) un importo di 71.050.134 franchi per il pagamento del dividendo di 110 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 48 milioni di franchi al Fondo di riserva generale; ed infine
- 3) un importo di 72 milioni di franchi, rappresentante la rimanenza dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Il più elevato importo del dividendo in franchi oro di quest'anno, rispetto a quello dell'anno precedente, riflette non solo l'aumento proposto da 100 a 110 franchi svizzeri per azione, ma anche il maggior valore del franco svizzero in termini di franchi oro.

Se le summenzionate proposte saranno accettate, il dividendo sarà corrisposto il 1° luglio 1978 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1978.

Il Bilancio, il Conto profitti e perdite e un prospetto riassuntivo delle variazioni nell'"Accantonamento per immobili" nel corso dell'esercizio finanziario sono riportati alla fine della presente Relazione. I conti della Banca sono stati esaminati dai

revisori Price Waterhouse & Co. di Zurigo, i quali hanno confermato che il Bilancio e il Conto profitti e perdite, ivi comprese le relative note, rispecchiano in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1978, e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

7. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione.

Nella riunione del Consiglio tenutasi il 13 giugno 1977, il Presidente ha annunciato che il Dott. Emminger ha nominato il Signor Karl Otto Pöhl ad esercitare le funzioni di suo Sostituto.

Il mandato del Signor Carl-Henrik Nordlander in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 31 marzo 1978, è stato rinnovato, in base all'articolo 27(3) dello Statuto, nel corso della riunione del Consiglio del 14 marzo 1978, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 marzo 1981.

Il mandato di Lord O'Brien of Lothbury in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 6 maggio 1978, è stato rinnovato nell'aprile 1978 per un ulteriore periodo di tre anni dal Signor Gordon Richardson, Governatore della Banca d'Inghilterra, in base all'articolo 27(2) dello Statuto.

Nella riunione del Consiglio tenutasi il 13 settembre 1977, il Dott. Günther Schleiminger, che ricopriva la carica di Segretario Generale della Banca dal 1° gennaio 1975, è stato nominato Condirettore Generale con decorrenza dal 1° gennaio 1978, e il Dott. Giampietro Morelli è stato nominato Segretario Generale con effetto dal 1° giugno 1978. In aggiunta alle sue nuove funzioni di Condirettore Generale, il Dott. Schleiminger ha continuato, fino al 31 maggio 1978, ad espletare le funzioni di Segretario Generale. Nel corso della stessa riunione il Consiglio ha nominato il Dott. Antonio d'Aroma Consigliere Speciale della Banca per il periodo di un anno a decorrere dal 1° gennaio 1978.

Il Presidente ha annunciato, nel corso della riunione tenutasi il 14 marzo 1978, che era stato deciso di promuovere al grado di Condirettore i Signori André Bascoul e P. Hauser, con decorrenza dal 1° aprile 1978.

CONCLUSIONI.

L'indebolimento dell'attività economica mondiale nel corso del 1977 è giunto in gran parte inatteso. Sussiste il pericolo che perduri l'insoddisfacente andamento del commercio e della produzione? E, in tale evenienza, come intervenire senza riattivare il processo inflazionistico?

Non vi è dubbio che un certo numero di fattori depressivi influenza ancora l'economia mondiale. Sono gli stessi che l'anno scorso hanno fatto pendere la bilancia, quanto meno al di fuori degli Stati Uniti, verso una decelerazione della crescita economica: l'avanzo petrolifero, pur sempre elevato, benché in diminuzione; gli squilibri nelle bilance dei pagamenti nell'ambito dei paesi industriali e le conseguenti perturbazioni sui mercati valutari; il persistere della spirale inflazionistica costi-prezzi; e infine, problemi strutturali in alcuni paesi industriali altamente sviluppati le cui economie sono fortemente orientate verso le esportazioni.

D'altro canto, paiono aver acquistato maggior vigore le forze che potrebbero favorire una ripresa della crescita. Molti paesi, sia in Europa occidentale sia nell'ambito delle economie in via di sviluppo, hanno compiuto notevoli progressi nel senso di un miglioramento dei conti con l'estero e delle posizioni di riserva. L'offerta di fondi per il finanziamento delle bilance dei pagamenti non mostra segni di rarefazione. In Giappone e in Germania vi è la consapevolezza che una solida e regolare espansione della domanda interna è importante tanto per le loro economie quanto per il resto del mondo. E negli Stati Uniti la prospettiva è nel senso di un'espansione durevole, anche se probabilmente più lenta.

Nel complesso, sembra pertanto improbabile che le influenze depressive risultino forti al punto da spingere ancor più il mondo sulla china recessiva. Ma sembra ugualmente improbabile che l'attività economica possa riprendere un soddisfacente ritmo di crescita in assenza di ulteriori provvedimenti di stimolo, che tengano in debito conto gli squilibri relativi dei pagamenti e la necessità di continuare a ridurre l'inflazione. In mancanza di cambiamenti nelle politiche seguite, è verosimile che l'attività economica e il commercio continuino a crescere a un ritmo molto lento.

Una siffatta evoluzione potrebbe difficilmente essere definita una crisi mondiale o paragonata alla depressione degli anni Trenta, ma comporterebbe pur sempre una serie di conseguenze potenzialmente gravi, sia per i paesi industriali sia per quelli in via di sviluppo.

Un'ovvia conseguenza sarebbe la diffusa persistenza di elevati tassi di disoccupazione, soprattutto se gli aumenti dei salari reali continueranno ad alimentare la forte tendenza al risparmio di manodopera manifestata nelle decisioni d'investimento. In tale evenienza l'incremento della produttività del lavoro potrebbe tendere ad uguagliare, e persino a superare, quello della produzione.

In secondo luogo, il normale processo con il quale le risorse produttive — capacità imprenditoriale, capitale e lavoro — sono continuamente trasferite dalle industrie in declino a quelle in ascesa, ben lungi dall'accelerarsi, potrebbe addirittura rallentare. Vi sono due ragioni, fra loro complementari, per cui una debole economia mondiale diverrebbe, in tal modo, un ostacolo alla soluzione di problemi strutturali, specie di

quelli emersi in seguito al riuscito processo di industrializzazione in alcuni paesi in via di sviluppo. La prima sta nel fatto che, in un'economia a crescita lenta, è difficile distinguere fra modificazioni permanenti nei vantaggi comparati ed eccessi di capacità risultanti meramente dalla condizione pressoché di ristagno. Ciò rafforza la tentazione di accordare forme di protezione commerciale e di assistenza statale non solo a quelle industrie il cui "pensionamento anticipato" merita a buon diritto di essere attuato senza scosse, ma anche ad alcune industrie con genuine capacità di sviluppo che dovrebbero essere in grado di procedere da sole. La seconda ragione è che molti imprenditori industriali, frenati dal diffuso stato di incertezza che accompagna una crescita esitante, si asterranno dall'effettuare importanti investimenti in settori che potrebbero divenire promettenti. Verrebbero così ritardati mutamenti strutturali peraltro auspicabili. Una grande quantità di capitale e di lavoro rimarrebbe immobilizzata in industrie in declino caratterizzate da investimenti difensivi, al riparo di un protezionismo sempre più ampio, senza che vi faccia riscontro uno sviluppo sufficientemente sostenuto in altri settori.

In terzo luogo, si può probabilmente abbandonare l'illusione che un'economia semi-stagnante possa dare un efficace contributo nella lotta contro la spirale costi-prezzi. E' vero, naturalmente, che il protrarsi di una situazione di eccesso di capacità produttiva e di disoccupazione metterebbe fuori causa l'inflazione da domanda. Ed è anche vero che, permanendo vivido il ricordo di un lungo periodo di sovraimpiego e di forte inflazione, sarebbe errato puntare a livelli di utilizzazione delle risorse simili a quelli del periodo d'oro degli anni Sessanta. Ma è anche possibile sostenere che, dopo aver condiviso i benefici di parecchi decenni di crescita veloce e regolare, è improbabile che i vari gruppi economici si accontentino di lievi aumenti del reddito reale e tanto meno di guadagni stazionari. I contrapposti gruppi di pressione cercherebbero di assicurarsi fette sempre maggiori di una torta che ha cessato di crescere. Il risultato potrebbe essere una costante spinta al rialzo delle retribuzioni, dei costi e dei prezzi e, persistendo la disoccupazione, sarebbe davvero molto difficile per i governi non avallare tale spirale. Le autorità non avrebbero forse migliori possibilità di contenere l'inflazione e perfino di ridurla, se mirassero ad assecondare il desiderio di più elevati livelli di vita mediante un ragionevole tasso di crescita reale?

Infine, il ristagno della produzione nel mondo industriale avrebbe innegabilmente gravi ripercussioni sui paesi in via di sviluppo: verrebbe vanificato il successo finora conseguito dai principali fra essi in posizione debitoria nel ridurre i disavanzi di parte corrente a livelli sostenibili, mentre altri paesi emergenti vedrebbero seriamente compromesse le loro possibilità di agganciarsi al processo di sviluppo. Ciò, a sua volta, potrebbe avere ripercussioni sfavorevoli sull'insieme dei paesi industriali dell'Occidente ed in particolare sul loro sistema bancario, pesantemente coinvolto nel finanziamento degli squilibri delle bilance dei pagamenti.

Dal punto di vista internazionale, si può concludere che sarebbe errato accettare con rassegnazione la prospettiva di uno sviluppo mediocre. Le possibili conseguenze di una situazione di quasi-ristagno sono pericolose al punto da giustificare uno sforzo internazionale concertato per riportare l'economia mondiale ad un più soddisfacente ritmo di crescita. Innegabilmente, anche con la più felice combinazione di circostanze propizie e di sagge politiche economiche, i paesi industriali dell'Occidente non saranno in grado di ritornare al ritmo di sviluppo prevalso sino al 1973.

Il perseguimento di ambiziosi obiettivi di crescita sarebbe condannato al fallimento dato che il potenziale di sviluppo è stato decurtato dal basso livello degli investimenti protrattosi per molti anni; ma ciò sarebbe anche pericoloso, poiché non v'è niente di più facile che riaccendere l'inflazione da domanda. Ma vi è certamente una via di mezzo fra lo sviluppo probabilmente molto lento che l'attuale evoluzione lascia presagire e i pericoli inerenti a obiettivi di crescita irrealistici.

Le raccomandazioni di politica economica qui di seguito espresse traggono origine da un'analisi dei fattori depressivi che sono alla base dell'attuale rallentamento dell'espansione nel commercio e nella produzione mondiale.

Il primo di questi fattori è l'eccedenza petrolifera. Sebbene nel corso del 1977 essa si sia contratta ad un ritmo decisamente rapido, il calo non è il risultato di un autentico aggiustamento; in parte esso è dovuto alla debolezza dell'economia mondiale. Ciò comporta che, in mancanza di un ulteriore sensibile aggiustamento reale, qualsiasi rilancio dell'attività economica sarebbe di nuovo inceppato da un crescente squilibrio petrolifero. L'esperienza ha dimostrato chiaramente che il riciclaggio dell'eccedenza, per quanto necessario, non è altro che un palliativo; è lo squilibrio in sé ad esercitare un'influenza depressiva sull'attività economica mondiale. Una componente dell'aggiustamento reale — l'assorbimento di beni e servizi da parte dei paesi produttori di petrolio — dovrà ripartirsi su un periodo di tempo abbastanza esteso. Pertanto, l'onere dell'ulteriore aggiustamento dovrà essere sopportato dai paesi consumatori di petrolio, i quali non hanno praticamente altra scelta che ridurre la spesa complessiva per l'importazione di greggio. Non è necessario che tale riduzione venga principalmente attuata mediante un risparmio nel consumo globale di energia; essa può essere conseguita mediante la sostituzione del petrolio con altre fonti energetiche o, in taluni paesi, mediante un'espansione della produzione petrolifera interna.

Il secondo importante fattore limitativo è il disequilibrio delle bilance dei pagamenti fra i paesi industriali e, più in particolare, fra Stati Uniti da un lato e Giappone, Germania e Svizzera dall'altro. Questo disequilibrio ha provocato eccessivi movimenti dei tassi di cambio, che hanno accelerato l'ascesa dei prezzi negli Stati Uniti, nonché messo in pericolo lo sviluppo degli investimenti e la ripresa economica nei paesi con monete in apprezzamento. Per di più, l'intensità di tali movimenti e le condizioni di agitazione dei mercati che li hanno accompagnati hanno scosso ulteriormente la fiducia degli imprenditori, già severamente provata da altri eventi.

Per ridurre questi squilibri occorrono provvedimenti di aggiustamento da parte sia degli Stati Uniti sia dei paesi eccedentari. Tuttavia sembrerebbe irrealistico e rischioso per l'economia mondiale raccomandare una decisa restrizione della domanda interna negli Stati Uniti e, per converso, una forte espansione interna in Germania e in Giappone. Sarebbe irrealistico perché nessuno di questi paesi sembra disposto a subordinare i propri obiettivi di politica economica interna a considerazioni di bilancia dei pagamenti: gli Stati Uniti non metteranno un freno alla crescita, a meno d'esservi costretti da impellenti ragioni di equilibrio interno; e la Germania e il Giappone non prenderanno provvedimenti reflazionistici che, a loro giudizio, comportino il rischio di riattivare l'inflazione. Ma una tale raccomandazione sarebbe anche pericolosa dal punto di vista dell'economia mondiale. Fra i principali paesi industriali, soltanto gli Stati Uniti hanno un'espansione economica che procede in

modo spontaneo ad un ritmo soddisfacente, mentre sia il Giappone sia la Germania hanno incontrato notevoli difficoltà nell'avviare una ripresa autonoma della domanda interna. Questo contrasto è dimostrato molto chiaramente dal fatto che il disavanzo finanziario del settore pubblico è relativamente molto più elevato in Giappone e in Germania che negli Stati Uniti.

La conclusione di ordine pratico è che, mentre un'accelerazione dell'espansione interna nei paesi eccedentari è senza dubbio auspicabile, resta comunque incerto in quale misura essa avrà effettivamente luogo. E fintanto che questa incertezza prevarrà, difficilmente il resto del mondo potrebbe augurarsi che gli Stati Uniti si adoprino per restringere la domanda interna più di quanto è veramente necessario per mantenere sotto controllo i prezzi e le retribuzioni, nel presente stadio di avanzata ripresa congiunturale. A maggior ragione perciò, gli sforzi degli Stati Uniti dovrebbero fortemente concentrarsi su provvedimenti volti a ridurre le importazioni di petrolio. Che un tale risultato sia conseguibile dall'economia americana è chiaramente dimostrato dalla netta flessione del consumo di petrolio per unità di prodotto nazionale lordo ottenuta in alcuni altri importanti paesi industriali.

Ciò premesso, appare abbastanza chiaro che non vi potrà essere alcuna ripresa duratura del commercio e dell'attività economica mondiale, se un certo numero di paesi non subentrerà progressivamente all'economia americana nel ruolo di forza motrice dell'espansione. In linea di principio la maggiore responsabilità a tale riguardo parrebbe competere al Giappone ed alla Germania, poiché questi paesi hanno entrambi conseguito notevoli successi nella lotta all'inflazione ed in quanto un rilancio della loro domanda interna contribuirebbe nel modo migliore al processo di riequilibrio internazionale. In pratica, tuttavia, è probabile che nessuno di questi due paesi riuscirà a ravvigorire efficacemente la domanda mondiale in mancanza di un'azione in tal senso anche da parte di altri paesi. In un'economia mondiale stagnante l'orientamento verso le esportazioni che caratterizza strutturalmente l'industria giapponese e tedesca preclude un soddisfacente rilancio nel breve periodo della domanda interna attraverso gli investimenti, e sarebbe irrealistico confidare in un aggiustamento sufficientemente rapido unicamente attraverso gli investimenti pubblici e i consumi privati. Di conseguenza, potrebbe essere necessario stimolare l'espansione della domanda interna, seppure in misura più contenuta, anche in quei paesi dove i vincoli di bilancia dei pagamenti sono stati attenuati ed i tassi d'inflazione sono decisamente regrediti.

Come si può agire per stimolare la domanda interna? Benché sia azzardata qualsiasi generalizzazione in materia di gestione della domanda, si possono nondimeno avanzare due proposte di massima. La prima deve essere formulata in termini negativi: l'espansione *non* dovrebbe essere avviata attraverso un allentamento della politica monetaria, e ciò per molte ragioni. In primo luogo, negli ultimi anni la liquidità del settore privato è migliorata nella maggior parte dei paesi e l'offerta di risorse finanziarie pare essere adeguata. Inoltre, una politica monetaria espansiva potrebbe determinare una riduzione solo temporanea dei tassi di interesse e, in ogni caso, né gli investimenti né i consumi paiono essere fortemente reattivi ad un calo del costo del denaro. Il vero rischio, tuttavia, non risiede nell'inefficacia di una politica monetaria più accondiscendente, ma nel fatto che essa condurrebbe a nuovi aumenti dei prezzi. Agli occhi dell'opinione pubblica la crescita degli aggregati monetari si associa ormai a variazioni in prospettiva dei tassi d'inflazione, onde qualsiasi

politica orientata durevolmente verso una più rapida espansione della moneta potrebbe accrescere le aspettative inflazionistiche.

La seconda proposta di carattere generale può essere enunciata in termini più positivi: rispetto all'approccio monetario, una politica fiscale espansiva rischierebbe meno, nelle attuali circostanze, di suscitare reazioni neutralizzanti da parte del mercato. Il pericolo sarebbe ancora minore se l'azione fiscale si basasse su riduzioni d'imposta anziché sull'ampliamento della spesa pubblica, fatta eccezione forse per taluni tipi di investimenti con un forte ed immediato rendimento. Tre considerazioni confortano tale punto di vista. Anzitutto in molti paesi industriali dell'Occidente la dimensione relativa del settore pubblico nell'economia è divenuta tale da esercitare di per sé un effetto generalmente depressivo sulla crescita economica, e un'ulteriore espansione della spesa pubblica potrebbe lasciar presagire un aumento del carico fiscale che peggiorerebbe ulteriormente la situazione. In secondo luogo, la riduzione delle imposte sul reddito pare essere la sola via per accrescere i redditi disponibili delle famiglie, per venire incontro alle aspirazioni ad un più elevato livello di vita e infine per stimolare la spesa per consumi senza esacerbare simultaneamente la spinta al rialzo dei costi ed erodere ulteriormente i margini di profitto. E, data la forte riluttanza degli imprenditori industriali ad ampliare gli investimenti nell'attuale clima d'incertezza, vi sono scarse speranze di indurre un'espansione della domanda interna senza una spesa aggiuntiva da parte delle famiglie. La terza considerazione è che gli sgravi fiscali sui redditi societari contribuirebbero a determinare un miglioramento invero necessario nei livelli di profitto delle imprese, rafforzando così la propensione all'investimento.

La questione principale è ovviamente quella di sapere se una siffatta politica è compatibile con la necessità di ridurre ulteriormente i tassi d'inflazione; e il semplice fatto che tale questione si ponga evidenzia i limiti che manifestamente incontrano le politiche di stimolo della domanda. Tali limiti sono presenti, come dianzi accennato, nei paesi dove il ristagno degli investimenti ha rallentato la crescita della capacità produttiva. Essi sono ancora più marcati nei paesi che solo molto recentemente sono riusciti a ridurre l'inflazione e dove la prematura ricomparsa di strozzature nell'apparato produttivo potrebbe rapidamente condurre ad un'accelerazione della dinamica dei prezzi. Poiché la maggior parte dei paesi rientra in questo caso, gli obiettivi di crescita per i paesi industriali dell'Occidente devono necessariamente rimanere modesti.

Tuttavia, se le politiche fiscali espansive saranno attuate con moderazione e tenendo in dovuto conto in ciascun paese la solidità della posizione esterna ed il tasso d'inflazione, è improbabile che esse suscitino una recrudescenza dell'inflazione da domanda nella condizione di sotto-utilizzo che attualmente caratterizza le economie industriali occidentali, ad eccezione degli Stati Uniti. La riduzione del carico tributario, nella misura in cui riuscisse ad incrementare la spesa per consumi e quindi a stimolare l'attività economica, non implicherebbe altro che un minor gettito fiscale di carattere transitorio, con un aumento temporaneo del disavanzo pubblico. Ma, anche in caso contrario, il cambiamento che è intervenuto in tutti i principali paesi — eccetto gli Stati Uniti — nel rapporto fra risparmio e investimento nel settore privato pare essere di tale ampiezza da rendere possibile, con ogni probabilità, la copertura del maggiore fabbisogno di finanziamento del settore pubblico senza un importante ricorso a mezzi monetari. E questo è, dopo tutto, il punto cruciale del problema,

almeno per quanto concerne le aspettative inflazionistiche e la gestione della domanda. Si dovrebbe tuttavia aggiungere che, una volta avviato un forte rilancio degli investimenti privati, non vi sarebbe più lo stesso margine per un finanziamento dei disavanzi del settore pubblico mediante le eccedenze finanziarie di quello privato. Sarebbe pertanto opportuno considerare come potenzialmente reversibili gli sgravi fiscali attuati per fronteggiare l'attuale situazione di insufficienza della domanda, allorché tale contesto sia venuto meno.

Tutto ciò lascia aperta la questione di come affrontare la spirale costi-prezzi. Sarebbe un grave errore ignorare la forza intrinseca di tale pressione inflazionistica, poiché la sua persistenza potrebbe condurre ad un prematuro arresto di qualsiasi ripresa dello sviluppo. Sfortunatamente in questo campo non vi sono rimedi miracolosi e senza dubbio ciascun paese dovrà escogitare gli approcci di politica economica che meglio si convengono al proprio assetto politico, sociale ed istituzionale. L'esperienza ha dimostrato che ciò vale in particolare per le politiche dei redditi, la cui attuabilità ed efficacia variano notevolmente da paese a paese. D'altra parte, le riduzioni dell'imposizione sul reddito dovrebbero contribuire ad un più severo contenimento della dinamica salariale, poiché esse offrono una pratica alternativa ad aumenti delle retribuzioni lorde d'imposta. Analogamente, la pubblicazione di obiettivi di crescita degli aggregati monetari e l'osservanza di massima dei medesimi creano un clima propizio alla moderazione nella dinamica salariale e dei prezzi.

Questa serie di proposte — una riduzione della spesa per l'importazione di petrolio, un'azione di rilancio concertata a livello internazionale e imperniata su sgravi fiscali, ed il proseguimento della lotta contro l'inflazione — potrebbe contribuire a riattivare lo sviluppo economico. Tali proposte permetterebbero altresì di ricondurre gli squilibri delle partite correnti ad una dimensione sopportabile, nel senso che — attraverso adeguate misure concernenti i movimenti di capitali, la disponibilità di mezzi di finanziamento a breve termine nonché l'offerta di riserve internazionali — gli squilibri restanti cesserebbero di costituire un'importante causa di perturbazioni valutarie e non darebbero più luogo a politiche di aggiustamento con effetti depressivi asimmetrici. In altri termini, le politiche di finanziamento delle bilance dei pagamenti riprenderebbero la loro normale funzione di complemento e di ausilio nell'aggiustamento delle partite correnti, invece di sostituirsi all'aggiustamento stesso. L'insegnamento che si può trarre dall'esperienza degli ultimi anni è infatti che, a prescindere dal tradizionale trasferimento di risorse reali dai paesi altamente sviluppati ai paesi in via di sviluppo, il persistere per lungo tempo di forti squilibri nelle partite correnti conduce in definitiva ad una dolorosa resa dei conti sia i paesi deficitari, sia quelli in eccedenza, sia entrambi.

Ammesso che il mondo stia procedendo nel senso di un maggiore equilibrio nei pagamenti correnti, quale dovrebbe essere il ruolo che conviene alle politiche monetarie e finanziarie a livello internazionale?

Una prima osservazione riguarda gli aiuti finanziari ed i capitali a lungo termine che affluiscono ai paesi in via di sviluppo. Come già detto, moderati disavanzi di parte corrente in tali paesi costituiscono una caratteristica normale nella configurazione del commercio e dei pagamenti internazionali. Meno normale è che tali disavanzi debbano essere finanziati in misura crescente mediante crediti bancari a medio termine, spesso a tassi di interesse variabili. Un finanziamento di tale tipo comporta a carico dei paesi mutuatari pesanti ed imprevedibili oneri annui per il servizio del

debito e rende le banche creditrici sempre più esposte ai rischi connessi con la solvibilità dei paesi. In linea di principio la maggior parte del finanziamento dovrebbe essere costituita da aiuti, prestiti a lungo termine ed investimenti diretti.

Una seconda fonte di preoccupazione è la posizione verso l'estero degli Stati Uniti. L'ingente disavanzo delle partite correnti accumulato lo scorso anno è stato seriamente aggravato da un deflusso di capitali, con la conseguenza di una caduta precipitosa del dollaro e di una diffusa turbolenza sui mercati dei cambi, nonostante i cospicui acquisti di dollari da parte delle banche centrali straniere. Senza dubbio, se saranno presi adeguati provvedimenti correttivi sia negli Stati Uniti sia negli altri paesi, la contrazione del disavanzo corrente americano potrebbe di per sé determinare un riflusso di capitali privati verso gli Stati Uniti. E' altresì possibile che tali capitali ritornino ad affluire negli Stati Uniti in conseguenza di aspettative ottimistiche circa l'adozione di tali provvedimenti di politica economica; e in effetti, a giudicare dal recupero del dollaro nei mesi di aprile e maggio di quest'anno, una siffatta inversione di flusso potrebbe già essere avvenuta. Ma, per tenere sotto controllo il movimento dei capitali e per rafforzare la credibilità dei provvedimenti basilari di aggiustamento, le autorità dovranno mantenere a livelli adeguati i differenziali dei tassi d'interesse ed i saggi di crescita degli aggregati monetari, ed essere disposte ad intervenire attivamente sui mercati dei cambi ogniqualvolta ne emerga la necessità.

Una terza ed importante considerazione di politica economica concerne l'adeguatezza della liquidità internazionale in termini sia di volume sia di composizione. Il fatto che tanti paesi abbiano deliberatamente agito nel senso di rafforzare le proprie disponibilità ufficiali facendo ricorso all'indebitamento fa ritenere che vi sia un'autentica domanda di riserve addizionali. Si deve tuttavia notare che parte di tale domanda si è indirizzata verso attività di riserva diverse dal dollaro. Il permettere che si protragga un ampio disavanzo corrente degli Stati Uniti costituirebbe senza dubbio un'erronea risposta a questa domanda bidimensionale, poiché in tale maniera non si può creare un cospicuo volume di riserve, senza mettere in pericolo il dollaro stesso e senza rafforzare di conseguenza il desiderio di diversificazione. Pertanto, a cinque anni di distanza dal crollo del sistema di Bretton Woods, siamo apparentemente ritornati al punto in cui ci si trovava al tempo delle parità fisse, cioè alla constatazione che la creazione di riserve mediante un ampio disavanzo dei pagamenti correnti degli Stati Uniti è incline a generare un pericoloso effetto destabilizzante sull'espansione dell'economia mondiale.

RENÉ LARRE
Direttore Generale

BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE

AL 31 MARZO 1978

BILANCIO AL

ATTIVO

(Prima e dopo la ripartizione)

	<u>Franchi oro</u>
Oro	5.069.414.415
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	328.595.064
Buoni del Tesoro	297.962.424
Depositi vincolati e anticipazioni	
A 3 mesi al massimo	31.592.963.506
Ad oltre 3 mesi	<u>18.659.959.412</u>
	50.252.922.918
Titoli a termine	
A 3 mesi al massimo	2.070.382.507
Ad oltre 3 mesi	<u>386.157.853</u>
	2.456.540.360
Partite varie	938.631.360
Terreno, immobili ed arredi	1
	<u><u>59.334.066.542</u></u>

Nota 1: Il franco oro equivale a gr. 0,290 322 58... di oro fino - Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata in base all'equivalenza 1 franco oro = \$USA 0,394 1...; per la conversione di tutte le altre partite in valuta sono stati adottati i tassi di cambio centrali o di mercato rispetto al dollaro USA.

Nota 2: Al 31 marzo 1978 il saldo in oro da pagarsi contro valute per contratti a termine ammontava a 449.645.239 franchi oro.

Nota 3: Al 31 marzo 1978 un ammontare in oro equivalente a 128.602.926 franchi oro era costituito in pegno in connessione con depositi ricevuti.

31 MARZO 1978

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: 461.125 azioni	<u>1.202.812.500</u>	
Liberato per il 25%	300.703.125	300.703.125
Riserve		
Fondo di riserva legale	30.070.313	30.070.313
Fondo di riserva generale	471.847.193	519.847.193
Fondo di riserva speciale per dividendi	75.175.781	75.175.781
Fondo di riserva libero	<u>495.118.200</u>	<u>567.118.200</u>
	1.072.211.487	1.192.211.487
Depositi (in oro)		
Banche centrali		
A vista	3.674.919.870	
A 3 mesi al massimo	158.694.584	
Ad oltre 3 mesi	91.064.122	
Altri depositanti		
A vista	<u>33.082.685</u>	
	3.957.761.261	3.957.761.261
Depositi (in valute)		
Banche centrali		
A vista	1.172.468.412	
A 3 mesi al massimo	37.334.072.988	
Ad oltre 3 mesi	13.928.683.550	
Altri depositanti		
A vista	62.920.651	
A 3 mesi al massimo	583.568.534	
Ad oltre 3 mesi	<u>110.261.035</u>	
	53.191.965.170	53.191.965.170
Partite varie	595.442.887	595.442.887
Accantonamento per immobili	24.932.478	24.932.478
Conto profitti e perdite	191.050.134	—
Dividendo pagabile il 1° luglio 1978	—	71.050.134
	<u>59.334.066.542</u>	<u>59.334.066.542</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 in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1978, nonché degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. Abbiamo ottenuto tutte le informazioni e tutte le spiegazioni da noi richieste. La Banca ha tenuto i suoi libri in maniera appropriata; il bilancio e il conto profitti e perdite concordano con i libri e con le informazioni e le spiegazioni che ci sono state fornite.

Zurigo, 24 aprile 1978

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1978

	<u>Franchi oro</u>
Interessi netti e altri redditi	256.441.348
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione	546.679
Direzione e personale	38.723.652
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>12.693.311</u>
	<u>51.963.642</u>
Avanzo netto delle operazioni	204.477.506
meno: Importi devoluti ai seguenti accantonamenti:	
per spese straordinarie di amministrazione	427.372
per immobili	<u>13.000.000</u>
	<u>13.427.372</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1978	191.050.134

Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale ordinaria di ripartire l'utile netto, in base all'articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:

Dividendo: 110 franchi svizzeri per azione, su 481.125 azioni	71.050.134
	<u>120.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva generale	48.000.000
	<u>72.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero	72.000.000
	<u>72.000.000</u>
	—
	<u> </u>

Variazioni nell'Accantonamento per immobili
durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1978

	<u>Franchi oro</u>
Saldo al 1° aprile 1977	34.450.867
più: Differenze di cambio	6.119.450
Trasferimento dal Conto profitti e perdite	13.000.000
	<u>53.570.317</u>
meno: Ammortamento delle spese sostenute	28.637.839
Saldo al 31 marzo 1978, come in bilancio	<u>24.932.478</u>

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Dott. J. Zijlstra, Amsterdam	Presidente del Consiglio di amministrazione, Presidente della Banca
Henri Deroy, Parigi	Vice Presidente del Consiglio di amministrazione
Barone Ansiaux, Bruxelles	
Prof. Paolo Baffi, Roma	
Bernard Clappier, Parigi	
Dott. Otmar Emminger, Francoforte	
Dott. Fritz Leutwiler, Zurigo	
Carl-Henrik Nordlander, Stoccolma	
The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, Londra	
Dott. Antonino Occhiuto, Roma	
The Rt. Hon. Gordon Richardson, Londra	
Dott. Johann Schöllhorn, Kiel	
Cecil de Strycker, Bruxelles	

Sostituti

Dott. Mario Ercolani, Roma, oppure
Dott. Giovanni Magnifico, Roma
Georges Janson, Bruxelles
Christopher W. McMahon, Londra, oppure
M. J. Balfour, Londra
Karl Otto Pöhl, Francoforte, oppure
Dott. Leonhard Gleske, Francoforte
Marcel Théron, Parigi, oppure
Gabriel Lefort, Parigi

DIREZIONE

René Larre	Direttore Generale
Dott. Günther Schleiminger	Condirettore Generale
R. T. P. Hall	Capo del Dipartimento bancario
Prof. Alexandre Lamfalussy	Consigliere Economico, Capo del Dipartimento monetario ed economico
Dott. Giampietro Morelli	Segretario Generale Capo di Dipartimento
Maurice Toussaint	Direttore
Prof. Dott. F. E. Klein	Consigliere Giuridico
<hr/>	
Dott. Antonio d'Aroma	Consigliere Speciale
<hr/>	
D. H. Stapleton	Vice Segretario Generale
Robert Chaptinel	Direttore Supplente
Dott. Warren D. McClam	Direttore Supplente
M. G. Dealtry	Direttore Supplente
R. G. Stevenson	Condirettore
Rémi Gros	Condirettore
Charles Altenhoff	Condirettore
André Bascoul	Condirettore
P. Hauser	Condirettore