

**BANCA DEI  
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

**CINQUANTADUESIMA RELAZIONE ANNUALE**

**1° APRILE 1981 – 31 MARZO 1982**

**BASILEA**

**14 giugno 1982**

## INDICE

	Pagina
Introduzione . . . . .	1
I. L'angusto sentiero della politica economica . . . . .	3
II. Recessione, ripresa e crescita: problemi e politiche . . . . .	9
Aspetti salienti (p. 9); domanda e produzione: andamenti nel breve periodo (p. 10); i problemi connessi al settore pubblico (p. 14); il bilancio pubblico degli Stati Uniti (p. 14); il problema dei disavanzi cronici di bilancio (p. 19); la dimensione del settore pubblico (p. 23); la situazione in campo energetico (p. 26); investimenti fissi e lenta crescita economica (p. 28); investimenti e risparmio (p. 29); le implicazioni della lenta crescita economica (p. 34).	
III. Inflazione e disoccupazione . . . . .	37
Aspetti salienti (p. 37); la recente evoluzione dei prezzi (p. 38); ripercussioni dei prezzi delle materie prime, tassi di cambio e prezzi interni (p. 41); retribuzioni, produttività e disoccupazione (p. 45); il nesso tra inflazione e disoccupazione (p. 49); occupazione e crescita delle forze di lavoro (p. 52); le rigidità nel mercato del lavoro (p. 54); l'eliminazione dell'inflazione: il fine giustifica i costi? (p. 56); alcune considerazioni di politica economica (p. 59).	
IV. La politica monetaria e i mercati finanziari . . . . .	63
Aspetti salienti (p. 63); i principali lineamenti della recente evoluzione dei tassi d'interesse (p. 64): tassi d'interesse nominali (p. 64), la variabilità dei tassi d'interesse (p. 66), tassi d'interesse reali (p. 68), struttura per scadenza dei tassi d'interesse (p. 68), tassi d'interesse e tassi di cambio (p. 69); i fattori di fondo dell'evoluzione dei tassi d'interesse (p. 71): l'orientamento della politica monetaria (p. 71), quantità reale di moneta (p. 74), velocità di circolazione della moneta (p. 74), credito bancario (p. 76); posizioni finanziarie del settore privato e mercati creditizi (p. 77); fabbisogno del settore pubblico e mercati finanziari (p. 78), deregolamentazione e innovazioni finanziarie (p. 82); aspettative inflazionistiche, premi di rischio e altri fattori (p. 83); implicazioni strutturali dei tassi d'interesse alti e variabili (p. 84); obiettivi e tecniche della politica monetaria (p. 86): obiettivi monetari ed evoluzione degli aggregati (p. 86), controllo monetario nel breve periodo (p. 88), la definizione della moneta: un problema sempre più complesso (p. 91), innovazioni finanziarie (p. 93); obiettivi monetari: il ruolo della flessibilità operativa (p. 94).	
V. Le bilance dei pagamenti internazionali . . . . .	98
Aspetti salienti (p. 98); l'assetto globale delle bilance dei pagamenti (p. 99): gli andamenti delle partite correnti (p. 99), il finanziamento degli squilibri delle bilance dei pagamenti (p. 105); l'andamento delle bilance dei pagamenti nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera (p. 107): l'aggiustamento nelle posizioni dei pagamenti correnti (p. 107), i flussi di capitali e il finanziamento degli squilibri esterni (p. 116).	

VI. I mercati internazionali del credito e dei capitali . . . . .	123
Aspetti salienti (p. 123); gli aggregati dell'attività creditizia internazionale nel 1981 (p. 124); i fattori principali (p. 126); fonti e impieghi dei fondi bancari internazionali (p. 131); il ricorso al settore bancario internazionale da parte dei residenti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci (p. 134); struttura per monete dell'attività bancaria internazionale (p. 137); gli sviluppi nei singoli centri del mercato (p. 139); i mercati obbligazionari internazionali (p. 143).	
VII. La scena monetaria internazionale . . . . .	151
Aspetti salienti (p. 151); gli andamenti dei tassi di cambio (p. 152); la variabilità giornaliera dei tassi di cambio a pronti del dollaro (p. 163); le variazioni dei tassi di cambio reali e le posizioni competitive internazionali (p. 165); la produzione ed il mercato dell'oro (p. 169); le riserve e la liquidità internazionale (p. 172).	
VIII. L'attività della Banca . . . . .	180
Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 180); operazioni della Banca (p. 182): <i>passivo (composizione delle risorse)</i> (p. 184), <i>attivo (impiego delle risorse)</i> (p. 186), <i>operazioni a termine in oro</i> (p. 188); ripartizione dell'utile netto (p. 189); la Banca come Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio e come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (p. 190); la Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (p. 190); i cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 193).	
Conclusioni . . . . .	195

\*            \*

\*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1982.

## ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati con un asterisco)

Pagina

### II. Recessione, ripresa e crescita: problemi e politiche

Maggiori paesi industriali: dinamica del PNL a prezzi costanti e delle sue componenti . . . . .	11
Produzione industriale* . . . . .	13
Disavanzo del bilancio federale USA e risparmio lordo del settore privato. . . . .	15
Operazioni di credito dell'Amministrazione federale USA . . . . .	16
Disavanzo finanziario delle amministrazioni pubbliche in percentuale del risparmio privato lordo, 1966-81 . . . . .	20
Spesa delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PNL* . . . . .	24
Crescita economica relativa e quota della spesa pubblica sul PNL* . . . . .	25
Impiego di energia e di petrolio nell'area OCSE . . . . .	27
Investimenti delle imprese (escluse le abitazioni), a prezzi costanti . . . . .	29
Investimenti fissi lordi interni . . . . .	30
Quota del lavoro dipendente sul reddito totale dei fattori interni . . . . .	32
Quote di risparmio lordo interno . . . . .	33

### III. Inflazione e disoccupazione

Inflazione nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera* . . . . .	39
Inflazione misurata dai prezzi al consumo* . . . . .	40
Variazioni dei prezzi al consumo . . . . .	41
Prezzi dei prodotti primari a mercato mondiale: petrolio e materie prime non petrolifere* . . . . .	42
Prezzi dei beni scambiati con l'estero, prezzi interni e tassi di cambio effettivi* . . . . .	44
Variazioni delle retribuzioni nominali . . . . .	46
Costi unitari del lavoro* . . . . .	47
Retribuzioni e produttività nell'industria manifatturiera, 1974-76 e 1979-81 . . . . .	48
Disoccupazione . . . . .	49
Inflazione e disoccupazione, 1960-82* . . . . .	51
Forze di lavoro e occupazione . . . . .	53

### IV. La politica monetaria e i mercati finanziari

Tassi d'interesse a breve e a lungo termine* . . . . .	65
Variabilità dei tassi d'interesse su base mensile . . . . .	67
Variabilità dei tassi d'interesse a breve su base giornaliera . . . . .	68
Tassi d'interesse reali a breve e a lungo termine* . . . . .	69
Quantità di moneta, tassi d'interesse e tassi di cambio* . . . . .	70
Tassi di espansione monetaria . . . . .	72
Quantità di moneta e PNL in termini reali* . . . . .	73
Variazioni nella velocità di circolazione in rapporto al reddito della quantità di moneta in senso ampio e ristretto* . . . . .	75
Sistema creditizio - credito alle Imprese e alle Famiglie e credito totale interno . . . . .	76
Ricorso al credito e debito in essere del settore pubblico . . . . .	79

	Pagina
Risparmio finanziario netto . . . . .	81
Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi effettivi di crescita . . . . .	87
Variabilità delle fluttuazioni degli aggregati monetari . . . . .	89
Variabilità delle fluttuazioni delle diverse misure di $M_1$ negli Stati Uniti . . . . .	90
Contributo di alcune componenti alla crescita della quantità di moneta in senso lato . . . . .	92
<b>V. Le bilance dei pagamenti internazionali</b>	
Saldi delle partite correnti, 1979-81 . . . . .	100
Paesi OPEC: variazioni nelle componenti delle partite correnti, 1980-81 . . . . .	101
Gruppo dei Dieci e Svizzera: variazioni stimate nelle componenti della bilancia commerciale aggregata, 1979-81 . . . . .	102
Paesi OPEC: impiego delle eccedenze disponibili, 1980-81. Stime . . . . .	106
Gruppo dei Dieci e Svizzera: componenti stimate delle variazioni dei saldi commerciali non petroliferi, 1980-81 . . . . .	109
Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera: flussi di capitali e finanziamento degli squilibri esterni, 1980-81 . . . . .	117
<b>VI. I mercati internazionali del credito e dei capitali</b>	
Mercato internazionale del credito (stima): variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche ed emissioni obbligazionarie internazionali . . . . .	125
"Prime rate" negli Stati Uniti, tassi interbancari sui depositi eurovalutari a tre mesi e differenziali rispetto ai tassi interni* . . . . .	127
Distribuzione geografica dei flussi bancari internazionali . . . . .	132
Il settore bancario internazionale come destinatario di depositi e fonte di credito per i soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera . . . . .	135
Composizione per monete dei flussi eurovalutari . . . . .	138
Variazioni nelle posizioni verso l'estero delle banche nei singoli paesi dichiaranti e di alcune filiali "offshore" di banche USA . . . . .	140
Emissioni obbligazionarie internazionali . . . . .	143
Tassi d'interesse sui depositi in eurovalute e rendimenti delle obbligazioni in dollari USA e in DM sui mercati internazionali* . . . . .	145
Distribuzione geografica delle posizioni verso l'estero delle banche nell'area dichiarante e di alcune filiali "offshore" di banche USA . . . . .	147
Composizione per monete delle posizioni in valuta estera delle banche nei paesi europei dichiaranti . . . . .	148
Attività e passività verso l'estero delle banche nei singoli paesi dichiaranti e di alcune filiali "offshore" di banche USA . . . . .	149-150
<b>VII. La scena monetaria internazionale</b>	
Andamenti dei tassi di cambio rispetto al dollaro USA delle monete di alcuni paesi industriali, 1980-82* . . . . .	153
Andamenti dei tassi di cambio effettivi delle monete di alcuni paesi industriali, 1980-82* . . . . .	154
Germania e Stati Uniti: evoluzione del tasso di cambio a pronti e dei differenziali dei tassi d'interesse, 1980-82* . . . . .	156
Variazioni dei tassi di cambio nominali, gennaio 1981-aprile 1982 . . . . .	157

Tassi di cambio a pronti nel meccanismo dei tassi di cambio dello SME, 1981-82* . . . . .	159
Evoluzione dei tassi di cambio nominali e reali delle altre monete dello SME rispetto al marco tedesco e dei differenziali d'inflazione tra gli altri paesi membri dello SME e la Germania, 1976-82* . . . . .	161
Variabilità giornaliera di alcuni tassi di cambio a pronti del dollaro, 1973-82* . . . . .	164
Andamenti dei tassi di cambio reali effettivi per alcuni paesi industriali, in termini di prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti industriali, 1973-82* . . . . .	165
Andamenti dei tassi di cambio reali effettivi per alcuni paesi industriali, in termini di costi relativi unitari del lavoro, 1973-82* . . . . .	167
Produzione mondiale di oro. (Stime) . . . . .	169
Mercato dell'oro: fonti e impieghi. (Stime) . . . . .	171
Prezzi di mercato dell'oro in dollari USA e in franchi svizzeri, 1980-82* . . . . .	171
Variazioni nelle riserve globali, 1979-81 . . . . .	173
La struttura degli impieghi delle riserve valutarie, 1977-81 . . . . .	177

### VIII. L'attività della Banca

Totali di bilancio negli ultimi tre esercizi finanziari . . . . .	183
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi tre esercizi finanziari . . . . .	184
Origine delle risorse finanziarie esterne . . . . .	185
Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne . . . . .	186
Composizione delle attività a vista e di altri investimenti . . . . .	187
"Depositi vincolati e anticipazioni" e "Altri titoli", suddivisi in base alla vita residua . . . . .	188
Prestiti garantiti della CECA . . . . .	190

# CINQUANTADUESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea il 14 giugno 1982

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la cinquantaduesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1981 e terminato il 31 marzo 1982.

Dopo il trasferimento di franchi oro 857.665 all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione", l'utile netto dell'esercizio 1981-82 ammonta a franchi oro 66.938.821 a fronte di franchi oro 67.004.609 del precedente esercizio.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 16.938.821 al pagamento di un dividendo di 135 franchi svizzeri per azione.

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

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1981-82 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1982.



## I. L'ANGUSTO SENTIERO DELLA POLITICA ECONOMICA

Il tratto dominante del 1981 e dei primi mesi del 1982 è l'andamento quasi stagnante dell'attività economica, con un conseguente forte aumento della disoccupazione nel complesso dei paesi industriali occidentali. La descrizione e l'analisi di questo preoccupante fenomeno, la valutazione delle sue conseguenze, sia positive sia negative, nonché l'esame delle scelte di politica economica che si offrono ai governi costituiscono il filo conduttore della presente Relazione. Questo capitolo introduttivo espone i punti salienti dell'analisi, soffermandosi particolarmente sul ruolo svolto dagli alti tassi d'interesse reali; alle Conclusioni è lasciato il compito di formulare le principali raccomandazioni di politica economica. Il capitolo pone in particolare l'accento sul fatto che il mondo industriale occidentale attraversa attualmente una fase di grande instabilità. Notevoli progressi sono stati compiuti nella lotta all'inflazione, ma le aspettative inflazionistiche di fondo permangono forti; inoltre, sono in atto numerose forze che spingono l'economia mondiale verso la stagnazione.

Diversi fattori hanno concorso alla stasi dello sviluppo. Alcuni non sono affatto di origine recente; essi esercitano un influsso costante sul generale rallentamento della crescita economica ormai da quasi dieci anni. L'erosione della redditività delle imprese è il fattore determinante della debolezza del volume complessivo degli investimenti, mentre il livello del costo reale del lavoro tende a favorire investimenti orientati al risparmio di manodopera anziché all'ampliamento della capacità produttiva. L'esperienza inflazionistica e la forte variabilità dei tassi di cambio — fenomeni anch'essi non recenti — aggravano il clima di incertezza in cui vengono prese le decisioni economiche, scoraggiano la formazione di capitale e conducono a distorsioni nell'allocazione delle risorse. Il crescente peso degli oneri fiscali e parafiscali costituisce un disincentivo all'iniziativa e al lavoro, e favorisce il formarsi di un'economia parallela con tutte le distorsioni che ciò inevitabilmente comporta. Più in generale, la crescente quota del settore pubblico soffoca progressivamente l'attività delle imprese, mentre la giustificata avversione agli ampi disavanzi pubblici preclude l'attuazione di una politica fiscale a sostegno della congiuntura secondo gli schemi tradizionali.

L'effetto cumulativo sulla crescita economica di questi fattori frenanti in atto da lunga data è stato accentuato dalle due crisi petrolifere, di cui la seconda ha contrassegnato l'economia mondiale nel 1980 e nel 1981 con i suoi effetti deflazionistici diretti e indiretti, con l'accelerazione impartita all'ascesa dei prezzi e con i gravi squilibri creati nei pagamenti internazionali.

Infine, è indubitabile che anche l'indirizzo restrittivo delle politiche economiche negli ultimi due anni ha contribuito al rallentamento dello sviluppo. Contrariamente a quanto avvenne all'indomani del primo shock petrolifero, allorché le reazioni dei governi furono assai differenti da paese a paese, di fronte alla seconda ondata di rincari del petrolio quasi tutti i maggiori paesi hanno deciso di anteporre la lotta all'inflazione agli altri obiettivi di politica economica. Di fatto essi non avevano altra scelta. Sul piano internazionale, quei paesi che erano stati presi nel

circolo vizioso deprezzamento-inflazione non erano disposti a ripetere quella disastrosa esperienza, mentre altri, avendo presenti i rischi di un'inflazione importata, hanno cercato di salvaguardare la solidità del tasso di cambio. Sul piano interno, nessun paese è stato tentato di avvalersi della presunta interscambiabilità tra inflazione e disoccupazione per accrescere il livello occupazionale, avendo acquisito la convinzione che la crescita dell'inflazione e quella della disoccupazione erano procedute di pari passo. Pertanto, traendo insegnamento dall'esperienza del passato, i responsabili delle politiche macro-economiche hanno adottato, con insolita unanimità, un orientamento complessivamente restrittivo. Poiché l'inflazione si è dimostrata indocile, queste politiche hanno sortito inizialmente l'effetto di rallentare l'attività economica.

Dal punto di vista monetario, l'aspetto più appariscente e al tempo stesso più inquietante degli sviluppi economici recenti è costituito dalla generalizzazione degli alti tassi d'interesse reali. In quanto questi sono commisurati al saggio corrente d'inflazione, il recente rallentamento di quest'ultima ha ulteriormente aggravato il fenomeno. Gli alti tassi d'interesse reali ostacolano la ripresa degli investimenti, indeboliscono la struttura finanziaria delle imprese e accrescono considerevolmente l'onere finanziario dei paesi che si sono indebitati sui mercati internazionali. Di conseguenza, essi bloccano la crescita ed espongono a maggiori rischi gli intermediari finanziari.

Questi alti tassi d'interesse reali — un fenomeno che dalla fine della guerra trova raramente riscontro in un periodo di ristagno — sono imputabili sia all'influenza di fattori presenti un po' ovunque nel mondo industriale, sia all'influenza specifica esercitata sul Giappone e sulla Repubblica federale tedesca dal livello eccezionalmente alto raggiunto dai tassi d'interesse reali negli Stati Uniti.

La responsabilità della persistenza degli alti tassi d'interesse reali va in buona parte attribuita al dosaggio delle politiche antinflazionistiche. Nella maggior parte dei paesi l'onere della lotta all'inflazione ha gravato principalmente sulla politica monetaria restrittiva, come testimonia la flessione in termini reali di un gran numero di aggregati monetari. D'altra parte, con qualche rara eccezione, le politiche fiscali non hanno sostenuto l'azione antinflazionistica delle autorità monetarie. Certo non è facile misurare l'impulso della politica fiscale in un contesto in cui sottoccupazione e inflazione sono simultaneamente presenti, in quanto il disavanzo effettivo del settore pubblico risente esso stesso della disoccupazione e dell'inflazione. Lo stesso vale probabilmente per il risparmio finanziario delle Famiglie in termini reali. Nondimeno, si può affermare che in un buon numero di paesi le politiche fiscali non sono state troppo restrittive, specie se si considerano i *trends* di crescita del settore pubblico nel lungo periodo, e che in alcuni casi importanti esse sono rimaste, o sono diventate, manifestamente espansive.

Anche la tenacia delle aspettative inflazionistiche ha contribuito all'elevato livello dei tassi d'interesse reali. E' difficile spiegare in maniera del tutto soddisfacente la persistenza di alti tassi d'interesse reali in un periodo di recessione, se non presupponendo che il recente rallentamento dell'inflazione venga visto come un fenomeno transitorio, il che equivale a dire che i tassi d'interesse reali non sono forse tanto alti se considerati in rapporto al saggio atteso d'inflazione. La difficoltà di smorzare le aspettative inflazionistiche non deve destare sorpresa. Esse sono alimentate da una protratta esperienza di ascesa dei prezzi, dal riscontro di

numerose rigidità nel processo di formazione dei salari e dei redditi e dai dubbi sulla perseveranza delle autorità pubbliche nel seguire una risoluta politica antinflazionistica. Affinché il tasso atteso d'inflazione venga a collimare con quello corrente sarebbe necessaria sia l'attuazione assidua di politiche restrittive, sia un durevole processo di "disinflazione". Siffatta esperienza permetterebbe certamente di ricondurre i tassi d'interesse nominali e reali a più accettabili livelli; ma dopo quanto tempo?

La persistenza di aspettative inflazionistiche non è disgiunta dal disavanzo del settore pubblico. E' forse vero che, sulla base della passata esperienza, gli operatori economici attribuiscono all'eccessiva espansione dell'offerta di moneta la principale responsabilità nel mantenimento del processo inflazionistico. Ma è altrettanto vero che essi associano la crescita eccessivamente rapida degli aggregati monetari all'entità del fabbisogno finanziario del settore pubblico, poiché si aspettano che il suo disavanzo venga prima o poi finanziato mediante un'espansione monetaria. In altre parole, un disavanzo costantemente elevato, e soprattutto in aumento, alimenterà il timore di non poter fare troppo affidamento sulla fermezza delle autorità nel proseguire sino in fondo la lotta all'inflazione.

Nell'ambito dei maggiori paesi industriali, è negli Stati Uniti che i tassi d'interesse reali hanno raggiunto il più alto livello: nella primavera del 1982 hanno superato il 7% sul mercato a lungo termine, mentre negli altri principali paesi i corrispondenti tassi si situavano fra il 2,5 e il 5%. Questa posizione di primato degli Stati Uniti non è affatto sorprendente, poiché è proprio in questo paese che si presenta più acuta la discordanza tra una politica monetaria chiaramente antinflazionistica e una politica di bilancio deliberatamente espansiva. Nonostante i crescenti problemi di definizione e di misurazione, negli Stati Uniti la decelerazione nel ritmo di crescita della quantità di moneta in senso stretto appare impressionante; nello stesso tempo, anche se il disavanzo corrente del settore pubblico è tuttora contenuto rispetto a quello di altri paesi, e in ogni caso in rapporto alle dimensioni dell'economia, tutte le previsioni indicano per l'avvenire una notevole espansione del fabbisogno del Tesoro.

Oltre alla discordanza tra l'orientamento della politica monetaria e quello della politica di bilancio, vi sono altri fattori che tendono a mantenere alti i tassi d'interesse reali negli Stati Uniti. Anzitutto, la deducibilità ai fini fiscali degli oneri per interessi è qui di applicazione più generale che nella maggior parte degli altri paesi. In secondo luogo, permane sostenuta la domanda di credito del settore privato, forse per effetto della deteriorata redditività delle imprese.

Infine, vanno rilevati due altri fattori, entrambi attinenti alle tecniche di controllo monetario applicate negli Stati Uniti. In primo luogo, le difficoltà nel breve periodo che le autorità monetarie americane hanno incontrato nel conseguire gli obiettivi quantitativi – difficoltà accentuate da un contesto finanziario fortemente innovativo e dalla presenza di importanti fattori economici avversi – possono aver introdotto una componente d'incertezza nella valutazione, da parte degli operatori economici, del grado di risolutezza con cui la Federal Reserve persegue la sua politica antinflazionistica. Tuttavia, ciò ha costituito un elemento soltanto marginale rispetto alla ben maggiore incertezza derivante dalla prospettiva di una persistenza di ampi disavanzi di bilancio. Il diffuso clima di incertezza pare sussistere tuttora, nonostante la notevole diminuzione nel ritmo di crescita di  $M_1$  per l'intero 1981 e il

netto calo del tasso d'inflazione. In secondo luogo, l'accresciuta instabilità dei tassi d'interesse a breve può aver aggiunto un'altra sorta di "premio" di incertezza ai tassi a lungo termine. Paradossalmente, il successo strategico delle autorità monetarie americane nella lotta all'inflazione e quello che, a stretto rigore, potrebbe apparire come un insuccesso tattico – ossia la maggiore instabilità ad un tempo dei tassi d'interesse e degli aggregati monetari – hanno concorso con il bilancio federale a sospingere verso l'alto i tassi d'interesse reali a lungo termine. Resta da vedere se l'influsso di fattori puramente tecnici sul mercato a lungo termine è un fenomeno duraturo, oppure se rientra nel quadro di un processo sperimentale alquanto lungo, difficilmente evitabile allorché vengono impiegate nuove tecniche operative, soprattutto in un periodo in cui intense innovazioni finanziarie si combinano con un'attiva lotta all'inflazione.

Il livello dei tassi d'interesse reali negli Stati Uniti è di per sé motivo d'inquietudine, in considerazione delle sue ripercussioni sull'attività economica americana e, di riflesso, su quella del resto del mondo. Esso è altresì preoccupante nella misura in cui tende direttamente a mantenere elevati i tassi d'interesse negli altri paesi. Sarebbe indubbiamente un'esagerazione l'attribuire unicamente alla situazione sui mercati finanziari americani la responsabilità dell'attuale livello dei tassi d'interesse negli altri paesi industriali; come si è già detto in precedenza, quasi ovunque il settore pubblico fa massiccio ricorso ai mercati, e le aspettative inflazionistiche permangono vivaci, anche a causa di altri fattori. Peraltro, sebbene in alcuni paesi i tassi d'interesse nominali appaiano molto alti rispetto ai parametri del passato, i tassi reali non lo sono. Infine, benché ciò sia di scarso conforto, diversi paesi hanno cercato in varia misura di proteggere il livello dei loro tassi d'interesse consentendo il deprezzamento esterno delle proprie monete.

Nondimeno, si può sostenere che senza l'influsso degli Stati Uniti i tassi d'interesse nominali e reali, in almeno due importanti paesi – il Giappone e la Repubblica federale tedesca – si sarebbero situati nella primavera del 1982 a livelli più conformi alle esigenze di equilibrio interno. E' vero che questo influsso non è più così forte come lo era stato un anno fa per la Germania e due anni orsono per il Giappone, allorché i disavanzi correnti di questi due paesi sospingevano spontaneamente verso il basso le rispettive monete, al momento stesso in cui il forte rincaro del petrolio dava nuovo impulso ai disavanzi con l'estero e alle spinte inflazionistiche interne. Le autorità dei due paesi non ebbero pressoché altra scelta se non quella di lasciare che i rispettivi tassi d'interesse seguissero la scia degli alti tassi statunitensi.

Nella primavera del 1982 la situazione è in parte mutata. Sia il Giappone sia la Germania hanno acquisito un certo margine di manovra rispetto agli andamenti del mercato monetario statunitense per due ordini di ragioni. Da un lato, si sono riassestate le loro bilance correnti e, dall'altro, il deprezzamento dello yen e del marco rispetto al dollaro non ha più le stesse conseguenze inflazionistiche, data la flessione dei prezzi del petrolio e di altri prodotti primari quotati in dollari. Tuttavia, nonostante questo recente margine di autonomia, la dipendenza dei tassi sui mercati tedesco e giapponese da quelli del mercato statunitense, sebbene ridotta, non è del tutto scomparsa: la forza del dollaro ha imposto il mantenimento dei tassi a livelli inutilmente alti in rapporto alle esigenze di equilibrio economico interno della Germania e del Giappone.

Come valutare le conseguenze economiche generali della situazione di quasi ristagno in cui si trova il mondo industriale sviluppato? Non tutte sono negative, al contrario.

Tra le conseguenze positive, va menzionata in primo luogo la netta decelerazione dell'inflazione che, iniziata in Giappone, negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dalla fine del 1981 si manifesta ormai in quasi tutti i paesi. La Relazione dello scorso anno delineava già l'inizio di una simile evoluzione. Questa previsione, e al tempo stesso speranza, pare essere divenuta realtà, tanto più in quanto il rallentamento del tasso d'inflazione non può essere attribuito unicamente all'inversione di tendenza sul mercato del petrolio, al ribasso delle quotazioni dei prodotti primari o ad altri fenomeni che potrebbero dimostrarsi effimeri. La spiegazione risiede in parte anche nella più favorevole dinamica dell'inflazione tendenziale, ossia nel recente rallentamento del tasso di crescita delle retribuzioni nominali e nella flessione, iniziata in precedenza, di quelle reali. Quest'ultima evoluzione è d'importanza fondamentale non solo perché condiziona in modo durevole il buon esito della lotta all'inflazione, ma anche perché potrebbe creare le basi per una ripresa degli investimenti e per la ristrutturazione dell'industria. Laddove si manifesta, questa evoluzione rispecchia la decisione delle Famiglie di sopportare parte del prelievo di reddito reale effettuato dalle due crisi petrolifere. Nel più lungo periodo essa potrebbe quindi correggere uno degli squilibri di cui soffrono le economie, e cioè il deterioramento di fondo della redditività delle imprese.

La seconda conseguenza positiva è quella prodottasi sul mercato petrolifero. L'indebolimento del prezzo del petrolio e la scomparsa delle eccedenze dei paesi OPEC costituiscono il principale evento dell'inverno 1981-82. Un ulteriore rincaro del petrolio, specialmente in termini reali, ma anche soltanto in termini nominali, avrebbe comportato la persistenza per un periodo indefinito sia della "stagflazione", sia dei gravi squilibri nei pagamenti internazionali, entrambi fattori frenanti lo sviluppo. Il vincolo energetico, pur non essendo stato rimosso in una prospettiva di più lungo periodo, si è decisamente allentato a breve termine. In un momento in cui si cominciava a nutrire dubbi sulla capacità del sistema bancario internazionale di continuare a finanziare gli ampi disavanzi originati dalle eccedenze dei paesi OPEC, e in cui le banche si trovavano esposte a shock politici di varia natura, l'eliminazione delle eccedenze dei paesi OPEC deve essere considerata come un evento di portata eccezionale. Essa è tanto più rilevante in quanto non può essere attribuita soltanto all'influsso delle forze recessive nel mondo. Vi hanno contribuito altrettanto, o forse anche più, i risparmi nel consumo di petrolio, ottenuti sia attraverso una compressione dell'impiego globale di energia, sia mediante la sostituzione del petrolio con altre fonti energetiche. Questi risparmi riflettono la notevole capacità di adeguamento del mercato e dimostrano, ammesso che ve ne sia la necessità, l'efficienza di un sistema di prezzi operante liberamente. Essi rappresentano di per sé un fatto incoraggiante.

Dall'altro verso della medaglia, la più gravosa conseguenza negativa sul piano delle economie interne dei paesi industriali è il livello raggiunto dalla disoccupazione. La sua ascesa era cominciata già agli inizi degli anni settanta. In un primo tempo, l'espansione relativamente rapida delle forze di lavoro, determinata sia da fattori demografici sia dalla crescente presenza femminile sul mercato del lavoro,

non aveva trovato una sufficiente contropartita in un aumento dell'occupazione, che pure permaneva sostenuta in diversi paesi. La disoccupazione così creata comportava già numerosi inconvenienti, ma quella recentemente provocata dal calo dell'occupazione in quasi tutti i paesi industriali avanzati ha assunto dimensioni intollerabili. E a dire il vero, le prospettive sono tutt'altro che rosee: anche nel caso di una ripresa economica l'insufficiente formazione di capitale in passato renderebbe difficile ristabilire un livello accettabile di occupazione.

Sul piano internazionale, la debolezza dell'attività economica nel mondo industrializzato ha provocato una netta decelerazione della crescita nei paesi in via di sviluppo e un deterioramento delle loro ragioni di scambio. Tenendo conto del tenore di vita di questi paesi, tale rallentamento implica sacrifici molto maggiori di quelli derivanti per i paesi ad alto reddito dal quasi ristagno dell'attività economica. Ciò è evidente per i paesi in via di sviluppo più poveri, ma vale anche per numerose economie in via di industrializzazione, per le quali è già avvenuto il "decollo"; come potranno infatti proseguire il loro processo di sviluppo? L'alto livello dei tassi d'interesse, sommato al deterioramento delle ragioni di scambio, aggrava in misura crescente l'onere per il servizio del loro debito verso l'estero e potrebbe annullare in buona parte, o addirittura del tutto, i vantaggi derivanti dalla flessione del prezzo del petrolio. Considerato il livello relativamente basso dei loro consumi d'energia, questi paesi potrebbero beneficiare della straordinaria inversione di tendenza sul mercato del petrolio solo indirettamente, in virtù delle potenziali ripercussioni positive di questo capovolgimento sulla crescita economica del mondo industriale.

E' forse la prima volta dalla fine della guerra che i paesi industriali si trovano di fronte ad una situazione così contraddittoria: da un lato, la lotta all'inflazione ha registrato notevoli successi e l'evoluzione del mercato del petrolio ha rimosso un pesante fattore di squilibrio nei pagamenti internazionali; dall'altro, la crescente disoccupazione nei paesi industriali e l'allarmante deterioramento della posizione dei paesi in via di sviluppo, compresa quella di taluni produttori di petrolio, sono motivo di grande inquietudine.

Si tratta di una situazione che gli economisti definirebbero di equilibrio fondamentalmente instabile. I vantaggi finora acquisiti non sono ancora consolidati in misura tale da escludere che essi possano essere facilmente perduti qualora le politiche antinflazionistiche venissero prematuramente allentate. Al tempo stesso, sarebbe un errore sottovalutare la forza di quei fattori che potrebbero ostacolare un'ordinata ripresa dello sviluppo economico o addirittura deprimere ulteriormente l'economia mondiale. Tra questi fattori figura al primo posto l'elevato livello dei tassi d'interesse reali, il cui ruolo è già stato esaminato in particolare in questo stesso capitolo. Ma ne esistono altri, che verranno analizzati nel corso della Relazione: la contrazione della liquidità internazionale; l'effetto perturbatore esercitato dalle numerose incertezze di natura politica sull'attività bancaria internazionale; e infine, il comportamento dei tassi di cambio, che manifestano una grande instabilità e che in taluni casi si muovono in direzione diametralmente opposta all'andamento della posizione competitiva dei rispettivi paesi.

Tra il pericolo di una recrudescenza dell'inflazione e quello di un protratto ristagno economico il sentiero appare estremamente angusto.

## II. RECESSIONE, RIPRESA E CRESCITA: PROBLEMI E POLITICHE

### Aspetti salienti

All'inizio del 1981 la situazione economica nel mondo industrializzato era caratterizzata da una accelerazione moderata, in atto da poco tempo, della crescita produttiva, dovuta in particolare alla ripresa dell'economia statunitense dopo la breve recessione della metà del 1980 e all'attenuarsi degli effetti del secondo shock petrolifero. Tuttavia, poco dopo subentrava per l'insieme dei paesi industriali una nuova fase di ristagno economico. Alla fine dell'anno, in presenza di politiche della domanda ancora restrittive, cui l'inflazione tardava a rispondere, la produzione risultava nuovamente calante nell'America del Nord, nonché in Giappone. Data anche la debolezza delle economie europee durante la maggior parte dell'anno, la disoccupazione segnava un forte e generale incremento nel corso dell'autunno e dei primi mesi invernali.

Alcune delle conseguenze di tali sviluppi sono divenute chiaramente palesi nei primi mesi di quest'anno. Il deciso miglioramento sul fronte dei prezzi, che sarà trattato nel capitolo seguente, è stato in parte esso stesso un effetto dello straordinario indebolimento del mercato del petrolio. A prima vista si è avuto quindi un significativo allentamento di due dei più importanti vincoli gravanti sullo sviluppo economico. Tuttavia, uno dei compiti un po' ingrati di questo capitolo sarà quello di temperare l'ottimismo, domandandosi in quale misura questi recenti sviluppi rappresentino un effettivo aggiustamento di fondo.

Già da qualche tempo ormai è andata formandosi una crescente consapevolezza di una serie di importanti costrizioni al progresso economico, che vanno dalle rigidità prezzi-salari alla situazione dell'offerta di energia, dalla disponibilità di risorse naturali ai problemi ecologici. Parimenti è maturata la convinzione che per qualche tempo v'è da attendersi una crescita più lenta e livelli di disoccupazione più elevati rispetto ai parametri consueti prima del 1973. Tuttavia, alla luce dell'evoluzione più recente sta di fatto che i risultati in termini di produzione e di occupazione sono stati inferiori persino a queste aspettative più realistiche. La crescita lenta si è trasformata per il momento in una condizione di quasi ristagno. Per quanto riguarda il breve periodo, la questione che si pone è se la situazione relativamente all'inflazione e al petrolio avrebbe avuto una connotazione altrettanto favorevole qualora fosse stata mantenuta una certa crescita lenta e, *a fortiori*, se potrebbero riemergere i precedenti problemi al manifestarsi di una leggera ripresa. In una prospettiva di più lungo termine ci si può chiedere se vi siano stati dei cambiamenti di fondo nelle circostanze che in passato avevano condotto ad un considerevole peggioramento delle aspettative circa i *trends* di sviluppo e i possibili livelli di occupazione.

L'analisi inizia con una rassegna degli sviluppi di breve periodo e passa quindi ai problemi posti dalla politica fiscale degli Stati Uniti. Il paradosso risiede nel fatto che l'annuncio di ampi disavanzi futuri di bilancio pare essersi ripercosso sull'attuale situazione attraverso un innalzamento dei tassi d'interesse palesemente abnorme, sia

all'interno degli Stati Uniti sia altrove. Pertanto, la politica fiscale è risultata più restrittiva a breve termine di quanto fosse probabilmente nelle intenzioni. Ciò implica per converso che l'eventuale decisione di ridurre i disavanzi di bilancio negli Stati Uniti per gli esercizi futuri, contribuendo ad abbassare i tassi d'interesse, potrebbe di per sé fornire nel breve periodo un certo stimolo all'economia mondiale, indipendentemente da qualsiasi modifica degli obiettivi monetari.

In effetti, ciò parrebbe costituire una delle poche vie importanti aperte all'azione di breve periodo, considerata la situazione dei bilanci pubblici nel resto del mondo. Il capitolo passa quindi a trattare le implicazioni connesse all'esistenza di ampi disavanzi cronici in quasi tutti i paesi, mettendo in evidenza i vincoli che tale situazione impone all'impiego della politica fiscale per i tradizionali fini anticongiunturali.

Nella sezione dedicata alla problematica del settore pubblico viene infine presa in esame la crescita della dimensione del settore pubblico medesimo, rilevando come sia necessario che i programmi di spesa pubblica considerino maggiormente le previsioni di crescita a medio termine se si vuole evitare che il livello di imposizione fiscale permanga dannosamente elevato.

Per evidenti ragioni è più arduo valutare la situazione a medio termine per quanto concerne l'offerta di energia. Pare indubbio che il risparmio di petrolio ha sopravanzato le previsioni formulate in passato. D'altra parte, è difficile valutare se ciò implichi per il futuro la continuazione di un'analoga evoluzione positiva, oppure se semplicemente non sia stata anticipata la conclusione del processo di risparmio energetico. Considerazioni di ordine strategico e il persistente rischio di imprevedibili eventi traumatici rendono opportuno intensificare il processo di conservazione dell'energia e in particolare la sostituzione del petrolio con fonti alternative nel mondo industrializzato.

Infine il capitolo analizza la tendenza ad autoconsolidarsi della crescita economica lenta. Un lento sviluppo del mercato inibisce gli investimenti, il che a sua volta riduce il potenziale dell'economia in termini di offerta e di occupazione. Anche gli aggiustamenti strutturali necessari ad allentare i diversi vincoli possono essere frenati in un contesto di stagnazione. Ciò vale per la qualità dello stesso *stock* di capitale e fors'anche per la qualità e l'allocazione della forza-lavoro. Il capitolo si conclude ponendo in rilievo come la speranza di un graduale ma costante miglioramento vada riposta principalmente in un incoraggiamento degli investimenti. Al tempo stesso, tuttavia, è difficile pensare che ciò possa contribuire molto ad alleviare, nell'immediato, il problema della disoccupazione.

### **Domanda e produzione: andamenti nel breve periodo**

Nel 1981, per il secondo anno consecutivo, il PNL dei paesi industriali è cresciuto soltanto di poco più dell'1%. Se si considera l'intera area OCSE, tale incremento si è prodotto praticamente tutto nel primo semestre dell'anno. Alla fine del 1981 il PNL segnava addirittura un andamento calante nell'America del Nord e in Giappone. Per contro, nel Regno Unito e in Francia sono emersi in corso d'anno alcuni segni di ripresa; nel primo caso, in seguito all'affermarsi di fattori congiunturali, nel secondo, sotto l'influsso di una politica meno restrittiva.

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

Paesi	Anni	PNL a prezzi costanti	Consumi		Investimenti fissi lordi privati			Esporta- zioni	Importa- zioni	Variazio- ni delle scorte*
			privati	pubblici	escluse abita- zioni	abita- zioni	pubblici			
variazioni percentuali annue a prezzi costanti										
Stati Uniti . . . . .	1978	4,8	4,7	1,4	9,1	3,0	7,3	12,6	12,8	1,0
	1979	3,2	2,9	2,4	6,5	- 5,3	- 5,6	15,2	6,0	0,7
	1980	- 0,2	0,5	3,1	- 3,0	- 18,6	1,3	10,0	- 0,1	- 0,2
	1981	2,0	2,5	1,5	2,5	- 6,0	- 6,8	- 0,4	5,9	0,5
	1981 IV	0,9	1,1	3,2	3,6	- 22,1	- 8,6	0,0	8,5	0,3
Giappone . . . . .	1978	5,1	4,7	5,1	6,6	6,6	16,1	0,2	6,5	0,6
	1979	5,2	5,9	4,3	11,8	- 1,0	3,1	6,6	14,7	1,1
	1980	4,2	0,6	2,2	6,5	- 9,6	- 3,5	18,7	- 4,0	1,0
	1981	2,9	0,6	3,6	1,6	- 1,0	4,8	16,4	5,7	0,3
	1981 IV	1,8	1,2	3,2	1,0	1,0	0,0	13,5	13,3	0,3
Germania . . . . .	1978	3,6	4,0	4,2	5,8	2,6	6,4	4,1	5,2	0,8
	1979	4,4	3,3	3,3	8,4	7,9	9,1	5,8	11,0	2,1
	1980	1,8	1,7	2,8	3,3	2,9	5,7	5,9	5,8	1,4
	1981	- 0,3	- 1,1	2,1	- 2,1	- 3,7	- 6,9	8,9	2,1	- 0,1
	1981 IV	0,8	- 1,2	1,3		- 4,9		17,4	2,0	- 1,2
Francia . . . . .	1978	3,8	4,7	4,3	4,1	- 1,7	- 3,0	6,1	6,2	0,9
	1979	3,3	3,5	1,8	4,0	2,6	1,5	7,4	11,4	1,7
	1980	1,1	1,7	1,3	5,2	- 3,5	1,4	2,9	7,3	2,0
	1981	0,2	2,2	2,3	- 2,3	- 1,4	- 0,7	5,1	1,0	- 0,1
	1981 IV	2,3	2,7	1,6		- 2,8		8,1	4,9	1,4
Regno Unito . . . . .	1978	3,3	5,6	2,1	10,2	14,1	- 8,8	1,9	3,9	0,8
	1979	1,4	4,7	1,7	6,0	- 15,1	- 3,9	2,6	11,2	1,3
	1980	- 1,7	0,1	2,1	3,8	- 13,4	- 5,0	0,3	- 3,4	- 1,8
	1981	- 1,0	0,2	0,9	- 1,8	- 13,5	- 17,9	- 2,0	- 2,0	- 1,8
	1981 IV	0,8	0,7	- 0,4	- 0,6	4,5	- 18,8	3,1	11,7	0,0
Italia . . . . .	1978	2,7	3,0	2,3	- 0,1	1,2	- 2,1	10,1	8,1	0,9
	1979	4,9	5,3	1,7	7,9	3,0	3,0	9,1	13,8	1,7
	1980	3,9	4,3	2,1	9,8	4,9	14,9	- 4,3	8,3	3,6
	1981	- 0,2	0,2	1,8	- 2,5	0,7	6,4	6,0	- 5,4	- 0,8
	1981 IV	0,6	- 3,2			- 1,2		12,1	- 2,8	
Canada . . . . .	1978	3,7	2,8	1,6	2,2	- 3,3	- 2,1	10,3	4,6	0,2
	1979	3,0	2,0	0,5	12,1	- 7,3	- 5,6	2,7	6,0	1,5
	1980	0,0	1,0	- 0,5	8,6	- 10,6	- 0,4	1,0	- 2,2	- 0,6
	1981	3,0	1,7	2,0	6,9	1,4	1,8	1,4	3,1	0,5
	1981 IV	1,0	0,3	1,8	6,7	- 11,6	4,7	- 2,3	0,6	- 0,4
Totale OCSE . . . . .	1978	3,8	3,9	3,4		4,6		5,6	5,1	0,5
	1979	3,4	3,3	2,1		3,5		6,4	8,2	1,0
	1980	1,2	1,1	2,6		- 1,0		5,6	1,3	0,7
	1981	1,1	1,0	1,5		- 0,5		4,0	0,5	0,2
	1981 IV	1,0	1,0	2,0		- 2,5		7,0	5,5	

\* In percentuale sul PNL dell'anno precedente.

Nondimeno, l'Europa occidentale nel complesso non ha fatto segnare alcun incremento produttivo nel 1981.

I tre fattori che hanno influito più direttamente sugli andamenti suddetti sono stati: la forte crescita della domanda di importazioni da parte dei paesi OPEC nei primi mesi dell'anno, l'elevato livello dei tassi d'interesse negli Stati Uniti e il persistente, generale orientamento antinflazionistico delle politiche di gestione della domanda.

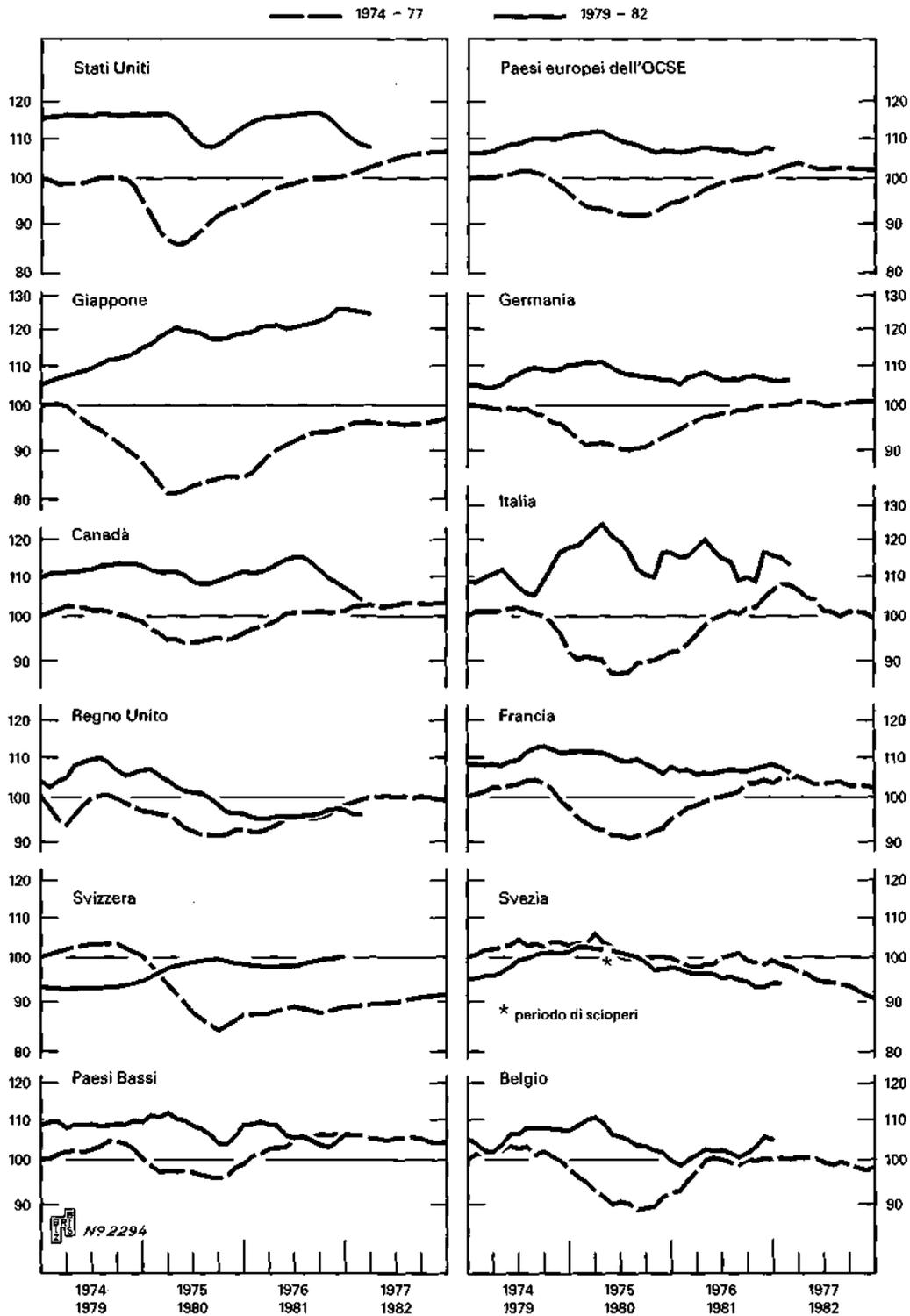
Lo scorso anno le importazioni di beni da parte dei paesi OPEC sono cresciute in volume di circa il 25%, ossia ad un tasso quasi doppio rispetto all'anno precedente, in quanto i produttori di petrolio hanno iniziato a reagire alla nuova eccedenza degli introiti con maggiori acquisti all'estero. Nella seconda parte dell'anno vi è stato un brusco rallentamento allorché il crescente risparmio di petrolio e la recessione nei paesi industriali hanno ridotto in misura considerevole l'eccedenza OPEC di parte corrente. Nell'intero arco dell'anno, tuttavia, la domanda di esportazioni nell'area OCSE è salita del 4% in termini di volume, con incrementi particolarmente forti in Giappone e in Germania.

D'altra parte, nel 1981 le esportazioni degli Stati Uniti sono leggermente calate, in parte a causa del calo di competitività connesso al rafforzamento del dollaro. Questo è stato a sua volta uno degli effetti degli alti tassi d'interesse prevalenti negli Stati Uniti. Un'altra conseguenza è stata evidentemente una certa debolezza delle categorie di spesa sensibili ai tassi d'interesse, non soltanto negli Stati Uniti ma, in varia misura, anche negli altri paesi. I tassi d'interesse al di fuori degli Stati Uniti sono stati influenzati non solo dalle politiche monetarie interne tendenzialmente rigorose, ma altresì dalla volontà di proteggere i tassi di cambio di fronte alla forza del dollaro. Pertanto, come mostra la tabella, lo scorso anno gli investimenti fissi privati in abitazioni sono calati in numerosi paesi e particolarmente nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Germania. Anche la spesa per beni di consumo durevoli è stata debole, specialmente nell'America del Nord, dove si è registrato un forte calo nel corso del quarto trimestre. Ma l'aspetto forse più grave è il manifestarsi di un ulteriore indebolimento della spesa in investimenti fissi delle imprese. Questi hanno segnato un calo assoluto in molti paesi, fra cui Paesi Bassi, Svezia, Belgio, Francia, Regno Unito e Germania. Negli Stati Uniti gli investimenti delle imprese hanno iniziato a flettere nell'ultimo trimestre dell'anno.

Il tentativo, da parte della maggioranza dei paesi, di conseguire una certa restrizione fiscale si è rispecchiato lo scorso anno in un modesto tasso di crescita della spesa diretta del settore pubblico (i trasferimenti, per contro, hanno continuato ad aumentare rapidamente). Nel complesso, la spesa per consumi pubblici è salita probabilmente ad un tasso di circa l'1,5%. Pertanto, già da qualche tempo l'espansione dei consumi pubblici risulta sensibilmente inferiore a quella degli anni precedenti. Inoltre sono stati registrati decrementi assoluti della spesa per investimenti pubblici negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Francia. Per contro, in Giappone ci si è sforzati di accelerare taluni programmi di spesa pubblica al fine di rianimare la debole domanda interna.

La deludente dinamica della crescita economica dello scorso anno non costituisce un fatto nuovo e in certa misura va collocata nel contesto dello sviluppo generalmente lento imposto all'economia mondiale nell'ultimo decennio. Come sarà descritto nel capitolo seguente, forse il più importante fattore vincolante è costituito dall'inflazione e, in particolare nel 1981, dal fatto che essa non abbia risposto in modo sufficientemente pronto alle politiche di generale restrizione. Tuttavia, come sarà esposto nelle pagine che seguono, sono stati presenti altri importanti vincoli sia di breve sia, in particolare, di lungo periodo, che hanno inciso sfavorevolmente sulle prospettive di crescita e di un più soddisfacente livello di occupazione.

Produzione industriale\*



\*Medie mobili di tre mesi non centrate di dati destagionalizzati. Quarto trimestre 1973 = 100.

## I problemi connessi al settore pubblico

Il conseguimento di migliori risultati economici è in primo luogo ostacolato da talune difficoltà irrisolte nell'ambito del settore pubblico, le quali possono essere opportunamente distinte in due problemi relativamente di breve periodo e in un problema a più lungo termine. In primo luogo vi è la situazione insolita, e tuttora in corso di evoluzione, presente negli Stati Uniti, dove pare esservi una seria discordanza fra l'orientamento della politica di bilancio e quello della politica monetaria. Il secondo problema concerne la difficoltà più generale incontrata finora nei paesi industriali nel conseguire una significativa riduzione dei disavanzi di bilancio come mezzo per combattere l'inflazione. Sicché, quand'anche altre circostanze permettessero ora di contemplare un certo stimolo fiscale (e ciò non vale nella maggior parte dei casi), questo particolare strumento di politica economica potrebbe trovarsi in parte privato della sua precedente flessibilità. Infine, permane acuto il problema più a lungo termine della dimensione del settore pubblico in rapporto all'intera economia. Di conseguenza — data anche l'esigenza di diminuire i disavanzi di bilancio — l'auspicata riduzione della pressione fiscale si è rivelata finora una meta illusoria.

## Il bilancio pubblico degli Stati Uniti

L'aspetto essenziale del problema posto dalla combinazione delle politiche fiscale e monetaria negli Stati Uniti è la percezione da parte degli operatori del mercato finanziario che l'azione a medio termine dell'Amministrazione, diretta a stimolare la crescita reale e contemporaneamente a ridurre l'inflazione, contraddice gli schemi consueti nel passato. In termini di politica economica, il contrasto risiede fra l'orientamento assai più rigoroso assunto dalla politica monetaria dall'ottobre 1979 e l'indirizzo eccezionalmente espansivo della politica fiscale previsto per il 1982 e per gli anni futuri. E' pertanto convinzione degli operatori che i mercati monetario e del credito diverranno più tesi con l'accentuarsi del conflitto fra i due orientamenti, oppure che in definitiva la politica monetaria verrà allentata, nel qual caso vi potrà essere una recrudescenza dell'inflazione. In entrambe le ipotesi vi è da attendersi che i tassi d'interesse permangano elevati. Di conseguenza, benché il disavanzo di bilancio per il corrente anno possa trovare giustificazione sulla base della recessione, le aspettative di potenziali difficoltà in futuro concorrono, con i timori basati su passate disillusioni, nel mantenere i tassi d'interesse correnti a livelli eccessivamente alti. In assenza di un mutamento nell'approccio di politica economica, la soluzione del problema dipenderà dalla misura in cui un ulteriore allentamento delle pressioni inflazionistiche nel 1982, associato ad una ripresa — almeno nel breve periodo — dell'attività economica, potrà indurre un netto cambiamento di aspettative.

La nuova Amministrazione in carica dall'inizio dello scorso anno ha inaugurato un ardito approccio di politica economica diretto a risolvere il problema della dinamica relativamente deludente dell'economia americana nell'ultimo decennio. Il nucleo di questo approccio, noto comunemente come "economia dell'offerta", consisteva in una significativa riduzione del ruolo del settore pubblico. Ciò era ritenuto desiderabile sia di per sé, sia — soprattutto — in quanto strumento-chiave per diminuire la pressione tributaria. Questo secondo obiettivo era a sua volta concepito come un mezzo per creare un maggiore incentivo al lavoro, al

Disavanzo del bilancio federale USA e risparmio lordo del settore privato

Anni	Disavanzo dell'Amministrazione federale						Per memoria:	
	NIPA <sup>1,2</sup>		unificato <sup>3</sup>		unificato più uscite fuori-bilancio <sup>3</sup>		risparmio lordo del settore privato <sup>1</sup>	eccedenza delle Amministrazioni statali e locali, NIPA <sup>1</sup>
	in miliardi di dollari	in percentuale sul risparmio	in miliardi di dollari	in percentuale sul risparmio	in miliardi di dollari	in percentuale sul risparmio	in miliardi di dollari	
1966-69 media . . .	- 3,2	2,3	- 8,6	6,2	.	.	138,5	0,3
1970-73 media . . .	- 14,2	7,5	- 16,0	8,5	.	.	189,0	7,9
1974-77 . . .	- 45,1	15,9	- 40,3	14,2	- 46,7	16,5	283,5	14,3
1978 . . .	- 29,2	8,2	- 48,8	13,7	- 59,2	16,7	355,4	29,0
1979 . . .	- 14,8	3,7	- 27,7	6,9	- 40,2	10,1	398,9	26,7
1980 . . .	- 61,2	14,1	- 59,6	13,8	- 73,8	17,1	432,9	29,1
1981 . . .	- 62,5	13,0	- 57,9	12,1	- 78,9	16,5	479,7	36,6
1982 <sup>4</sup> . . .	.	.	- 98,6	18,4	- 118,3	22,0	537	.
1983 <sup>4</sup> . . .	.	.	- 91,5	14,4	- 107,2	16,9	636	.
1984 <sup>4</sup> . . .	.	.	- 82,9	11,4	- 97,2	13,3	730	.

<sup>1</sup> Anni civil. settembre).

<sup>2</sup> NIPA = National Income and Product Accounts (Contabilità nazionale).

<sup>3</sup> Esercizi fiscali (ottobre-settembre).

<sup>4</sup> Previsioni dell'Amministrazione al febbraio 1982.

risparmio e agli investimenti, al fine di accrescere la produttività e l'offerta di beni. Un'economia in più rapida crescita avrebbe comportato crescenti introiti fiscali, pur in presenza di una struttura di aliquote più basse, permettendo infine di pareggiare il bilancio entro un numero relativamente limitato di anni. Tuttavia, nel frattempo i disavanzi sarebbero potuti persistere – soprattutto considerati i programmi di ingente espansione delle spese militari proposti – ma i potenziali effetti inflazionistici avrebbero dovuto essere tenuti sotto controllo mantenendo una situazione di stretta monetaria.

Il Congresso accoglieva favorevolmente le proposte dell'Amministrazione, sebbene per il primo anno fosse ridimensionata dal 10 al 5% la riduzione dell'imposta personale sul reddito e la sua introduzione fosse posticipata di tre mesi fino all'ottobre 1981. Per gli anni seguenti il Congresso di fatto ampliava però ulteriormente gli sgravi fiscali dell'Amministrazione, sia nell'indicizzazione della struttura delle imposte personali, sia – in particolare – nel campo della detassazione degli investimenti societari. Frattanto i tassi d'interesse salivano nuovamente nel corso dell'estate fino a livelli altissimi, facendo lievitare la spesa federale per interessi e peggiorando le prospettive a breve termine riguardo all'attività economica e quindi al gettito fiscale. Unitamente alla minaccia di sconfinamenti di spesa, questi sviluppi inducevano l'Amministrazione a proporre in settembre ulteriori aggiustamenti dal lato sia delle entrate che delle uscite, al fine di ricondurre a \$43 miliardi il disavanzo del bilancio federale unificato per il corrente esercizio finanziario (ottobre 1981-settembre 1982).

Una misura del deterioramento della situazione la si può avere dal fatto che nel febbraio 1982, allorché veniva presentato il bilancio di previsione per il 1983, il disavanzo stimato per il corrente esercizio finanziario era balzato a quasi \$100 miliardi. Non soltanto, ma ulteriori amplissimi disavanzi erano previsti per gli esercizi 1983 e 1984, come mostra la tabella. L'obiettivo di riequilibrare il bilancio veniva differito di parecchio nel tempo. Secondo le dichiarazioni del Presidente, la causa principale della revisione delle stime risiede nel livello dell'attività economica,

più basso di quanto previsto. Tuttavia vi è stato altresì un considerevole aumento negli esborsi netti governativi in conto interessi, che potrebbero salire a circa \$85 miliardi nel corrente esercizio finanziario, rispetto ad un importo di poco superiore a \$50 miliardi soltanto due anni orsono. Inoltre, il calo dell'inflazione, un po' più rapido del previsto seppure bene accetto di per sé, ha rallentato la crescita del gettito fiscale.

Non sorprende che l'entità stessa di tali revisioni abbia fatto nascere sui mercati finanziari il timore di possibili nuove rettifiche in aumento, tanto più che le stime attuali ipotizzano ulteriori economie dal lato delle uscite di carattere alquanto incerto. In febbraio il Congressional Budget Office, ad esempio, lasciava intendere che le cifre di consuntivo potrebbero risultare notevolmente superiori alle stime ufficiali, con un disavanzo del bilancio unificato di \$111 miliardi per il corrente esercizio, di \$121 miliardi nel 1983 e ancora maggiore negli anni seguenti. A ciò si somma una certa preoccupazione per il crescente volume delle operazioni federali di credito, che in gran parte non compaiono nel bilancio unificato. Alcune di queste operazioni - i programmi di prestito diretto - comportano un indebitamento del Tesoro per l'erogazione di crediti al settore privato (anziché per il finanziamento della spesa pubblica). Altre implicano una raccolta di fondi da parte di enti che beneficiano della garanzia federale, anche in questo caso per la concessione di crediti al settore privato. Altre ancora comportano soltanto garanzie a favore di operazioni creditizie del settore privato. Come mostra la tabella, gli ultimi due tipi di operazioni hanno segnato una rapida crescita negli anni più recenti, anche se commisurati al crescente flusso di risparmio. Vi sono pertanto timori che anche queste operazioni federali possano contribuire ad aumentare la pressione sui mercati creditizi. Ad esempio, se il bilancio unificato è integrato con tutti i programmi di credito che non appaiono nel bilancio stesso, nell'esercizio 1982 il "disavanzo" complessivo potrebbe raggugiarsi a ben il 35-40% del risparmio lordo del settore privato. Negli anni 1970-73 il valore medio si situava intorno al 20%.

Operazioni di credito dell'Amministrazione federale USA

Voci	1970-74 <sup>1</sup>	1975-79 <sup>1</sup>	1980	1981	1982 <sup>2</sup>	1983 <sup>2</sup>
	in miliardi di dollari					
Prestiti diretti netti (in e fuori bilancio) . . . . .	2,6	14,9	24,2	26,1	20,9	14,2
Prestiti netti degli enti beneficiari di garanzie federali . . . . .	5,0	12,9	24,1	32,4	50,1	53,1
Prestiti netti garantiti . . . . .	14,4	14,8	31,6	28,0	44,0	46,0
<b>Totale . . . . .</b>	<b>22,0</b>	<b>42,6</b>	<b>79,9</b>	<b>86,5</b>	<b>115,0</b>	<b>113,3</b>
Totale in percentuale del risparmio lordo privato . . . . .	11,6	12,2	18,9	18,7	21,4 <sup>3</sup>	17,8 <sup>3</sup>

Nota: esercizi finanziari.

<sup>1</sup> Medie annue.

<sup>2</sup> Previsioni dell'Amministrazione.

<sup>3</sup> In percentuale sul risparmio nell'anno civile.

Le implicazioni di questi sviluppi si sono già manifestate in maniera decisa sui mercati finanziari. I tassi d'interesse hanno fluttuato ampiamente, raggiungendo nel settore a lungo termine livelli senza precedenti. Ad esempio, nella primavera 1982 i rendimenti delle obbligazioni federali si situavano intorno al 14-15%, rispetto a un tasso d'inflazione di circa il 7% nell'arco dei precedenti dodici mesi.

Tale situazione ha un duplice ordine di conseguenze: da un lato, quelle che interessano la stessa economia degli Stati Uniti, dall'altro quelle che concernono il resto del mondo. All'interno degli Stati Uniti si è sviluppata una nuova fase recessiva nell'ultimo trimestre dello scorso anno in seguito a una brusca caduta degli acquisti di abitazioni e di automobili, entrambi sensibili al livello dei tassi d'interesse. Vi sono indicazioni che anche gli investimenti fissi delle imprese hanno iniziato a risentire di una sorta di *crowding-out*, con possibili gravi conseguenze a lungo termine, nonché effetti sulla domanda già nel breve periodo. E' poi senz'altro ipotizzabile che ogni ulteriore accentuazione della discordanza delle politiche monetaria e fiscale abbia effetti deflazionistici più che proporzionali se i tassi d'interesse raggiungono livelli tali da causare gravi problemi di bilancio alle imprese. Inoltre, in presenza di tassi d'interesse a breve sul dollaro a livelli talora altissimi, la moneta americana ha assunto una posizione di forza sui mercati dei cambi. Tale situazione è stata probabilmente acuita da una opposta strategia seguita in Giappone nel dosaggio delle politiche. Questi fattori si sono tradotti in un deterioramento delle esportazioni nette degli Stati Uniti, che si è aggiunto alle tendenze recessive interne.

Una plausibile tesi alternativa è che gli alti tassi d'interesse, nel contesto di una flessione transitoria dell'attività economica globale, servono a realizzare la riallocazione delle risorse resa necessaria dai crescenti stanziamenti di bilancio per la difesa voluti dall'Amministrazione. Ma, anche in questo caso, non può darsi per certo che gli sgravi fiscali programmati, i quali tendono a favorire i redditi più elevati, comporteranno un sostanziale aumento del risparmio delle Famiglie.

Una recessione negli Stati Uniti si ripercuote ovviamente anche sul resto del mondo. Tuttavia si è ritenuto che altre implicazioni internazionali della discordanza negli orientamenti di politica economica degli Stati Uniti siano derivate dagli alti tassi d'interesse anche prima, e non soltanto nel corso della recente fase recessiva. Anche paesi con tassi d'inflazione sensibilmente inferiori si sono sentiti costretti ad aumentare i tassi d'interesse in un periodo di crescente disoccupazione al fine di limitare gli effetti inflazionistici di un deprezzamento della propria moneta (d'altro canto in molti casi queste pressioni possono aver contribuito a rafforzare la volontà di attuare talune auspicabili riduzioni delle uscite di bilancio). Per quanto riguarda i paesi in via di sviluppo, gli elevati livelli dei tassi d'interesse reali hanno fortemente aggravato i problemi connessi al loro indebitamento, aumentando in pari tempo il flusso dei pagamenti per interessi verso alcuni paesi produttori di petrolio con una forte posizione esterna.

L'ovvia conclusione pare essere che gli attuali programmi di bilancio degli Stati Uniti restano eccessivamente permissivi. Ma per poter trarre questa conclusione in modo equilibrato e convincente è necessario dapprima tenere presenti alcune altre considerazioni. La situazione non è priva di interesse anche dal punto di vista dell'analisi economica teorica.

La prima di queste considerazioni è che, con l'economia avviata verso una fase recessiva, occorre tenere in debito conto gli effetti automatici prodotti sul bilancio da tale andamento congiunturale. Il Presidente del Federal Reserve Board, ad esempio, ha pubblicamente affermato che, tenuto conto dell'aumentata disoccupazione, non è tanto la situazione dell'esercizio in corso che costituisce un problema; e il Dipartimento del Commercio ha stimato che, persino nell'ultimo

trimestre del 1981, il disavanzo effettivo sarebbe stato inferiore, di circa \$60 miliardi in ragione annua, qualora l'economia avesse operato ad un livello di "elevato impiego". Da allora tale cifra dovrebbe senz'altro essere aumentata.

Si pone poi la questione del significato preciso delle operazioni di credito dell'Amministrazione federale. Non è evidentemente del tutto corretto aggiungere le previsioni di erogazione netta di credito al disavanzo risultante da entrate e uscite, come se i due dati rappresentassero fenomeni completamente omogenei. L'erogazione di credito dà luogo a una corrispondente passività finanziaria del settore privato, mentre non avviene altrettanto per la spesa per beni e servizi e per i trasferimenti. Le garanzie sui prestiti non presentano neppure questa contropartita, e danno origine soltanto a uscite nette esigue, salvo il caso di importanti insolvenze. Tuttavia, benché questi programmi possano limitarsi ad incanalare o influenzare operazioni di credito che in parte avrebbero comunque avuto luogo, essi non possono non esercitare un certo effetto netto sulle condizioni del mercato creditizio. In altri termini vi è un certo rischio potenziale di un "effetto di spiazzamento" finanziario. Ma anche ciò potrebbe non costituire un problema grave per il momento: gran parte dell'attività di credito dell'Amministrazione federale è legata al finanziamento di abitazioni, e attualmente è presente un margine estremamente ampio di capacità inutilizzata nel settore dell'edilizia residenziale.

Vi è infine la questione della contropartita di risparmio nel resto dell'economia. Un aspetto di questo problema è relativamente chiaro e può essere osservato nella tabella a pagina 15. Le amministrazioni degli Stati e degli enti locali hanno accumulato crescenti eccedenze finanziarie negli ultimi dieci anni circa. Tali eccedenze potrebbero naturalmente venire meno. Ma fintanto che permangono, esse dovrebbero essere detratte dal disavanzo federale per fornire un parametro analogo al saldo del bilancio delle amministrazioni pubbliche usato nei raffronti internazionali, oppure essere sommate al risparmio del settore privato in quanto offerta addizionale di fondi ai mercati del credito.

Un aspetto forse più importante, almeno in prospettiva, è la tesi dell'Amministrazione che gli sgravi fiscali, unitamente ad altri provvedimenti per incoraggiare il risparmio, aumenteranno di 2-2,5 punti percentuali la quota di PNL destinata al risparmio privato, ciò che equivale ad un ammontare di \$90-100 miliardi per l'esercizio finanziario 1984.

Le considerazioni enunciate - l'attuale fase di recessione, le difficoltà nel valutare le operazioni creditizie dell'Amministrazione federale e la possibilità di un aumento del risparmio - possono senz'altro avere un certo fondamento. Tuttavia, permane il problema fondamentale, ossia il fatto che le attuali previsioni di bilancio comportano perduranti disavanzi nell'ipotesi di una crescita reale annua del 5% e più a partire dalla seconda parte dell'anno, e ciò in un periodo in cui la politica monetaria è impegnata ad ottenere un continuo calo dell'inflazione. In altri termini, il programma economico richiede l'insolita combinazione di un'accelerazione della crescita e di un rallentamento dell'inflazione, nonché forse sensibili aumenti della velocità di circolazione della moneta. Gli operatori sui mercati finanziari si attendono pertanto che i tassi d'interesse rimangano a livelli molto elevati, soprattutto se la ripresa dell'attività eserciterà effettivamente spinte al rialzo sul tasso d'inflazione. A sua volta ciò potrebbe sottoporre il bilancio a nuove pressioni attraverso i maggiori oneri per interessi.

I timori riguardano perciò soprattutto gli anni a venire. Nonostante l'attuale recessione, gli elevati tassi d'interesse reali, così come è avvenuto in passato, sono stati "anticipati" a causa delle sfavorevoli aspettative. A loro volta questi alti tassi potrebbero aggravare la recessione, in contrasto con l'intento della strategia di politica economica di conseguire una crescita più accelerata.

Gli economisti sono già da tempo consapevoli della possibilità che l'economia privata reagisca in modo tardivo o addirittura perverso ai mutamenti della politica economica. Con l'estendersi delle critiche alla manovra anticongiunturale di breve periodo negli ultimi anni sessanta e all'inizio degli anni settanta, furono addotte parecchie costruzioni teoriche — fra cui la più nota implicava l'ipotesi delle "aspettative razionali" — per argomentare che le reazioni del settore privato potrebbero con il tempo giungere ad annullare il margine a disposizione per gli interventi di politica economica. Da questo punto di vista la situazione problematica attualmente presente negli Stati Uniti non costituisce soltanto una seria difficoltà in sé, ma potrebbe altresì rappresentare un interessante banco di prova di una costruzione teorica. Di fatto essa potrebbe ben rappresentare un esempio di reazione perversa. Se così fosse, i programmi per ridurre i disavanzi negli anni futuri potrebbero contribuire ad alleviare le condizioni immediate della produzione e della domanda, migliorando al tempo stesso le prospettive a più lungo termine di un'ulteriore riduzione dell'inflazione. Inoltre, tale riduzione dei disavanzi di bilancio futuri potrebbe offrire un maggior margine di manovra — pur nell'ambito degli obiettivi monetari esistenti — per una riduzione dei tassi d'interesse, allo scopo di migliorare le prospettive di una più duratura ripresa.

### **Il problema dei disavanzi cronici di bilancio**

Anche in altri paesi la persistenza di disavanzi di bilancio eccezionalmente ampi continua a costituire un ostacolo di carattere alquanto generale sulla via di un migliore andamento dell'attività economica. Di per sé l'esistenza di tali disavanzi può avere effetti negativi sulle aspettative concernenti sia l'inflazione sia la probabilità di un generale miglioramento del clima economico. Per queste ragioni pare essere stato alquanto circoscritto l'impiego della politica di bilancio ai tradizionali fini anticongiunturali. Inoltre, data l'assoluta priorità accordata alla riduzione dell'inflazione, il ruolo primario della politica fiscale diventa quello di appoggiare la stretta monetaria.

Di conseguenza la maggior parte dei governi si è impegnata risolutamente nel ridurre i disavanzi del settore pubblico, specialmente cercando di frenare la crescita delle uscite. Per quanto concerne la spesa diretta, ossia per i consumi e, in particolare, per gli investimenti pubblici, vi sono segni di un certo successo. Questo successo tuttavia non si è tradotto in un corrispondente miglioramento del saldo di bilancio. Ciò sembra essere principalmente dovuto a due fattori: gli effetti automatici della recessione nell'aumentare i trasferimenti e nel contrarre il gettito fiscale, e le conseguenze degli elevati tassi d'interesse sugli oneri per il servizio del debito pubblico. Ci si può domandare se sia legittimo, ai fini di una valutazione, tenere conto in certa qual misura di questi fattori.

Nonostante l'orientamento generalmente restrittivo della politica fiscale, vi sono tuttavia una o due eccezioni che indicano un certo mutamento di rotta dando

preminenza al problema della disoccupazione. Il caso insolito degli Stati Uniti è già stato trattato, anche se esso non può essere semplicemente considerato come un mutamento di indirizzo verso un differente obiettivo di politica economica. Lo scopo del programma dell'amministrazione statunitense è infatti quello di stimolare la crescita e simultaneamente di ridurre l'inflazione.

Il caso francese si presenta più netto. In giugno il nuovo governo ha apportato una revisione al bilancio per il 1981 che comportava un ampliamento del disavanzo dell'amministrazione centrale equivalente a quasi l'1% del PNL. In settembre il bilancio proposto per il 1982 prevedeva un ulteriore incremento di  $\frac{3}{4}$  di punto percentuale del rapporto fra il disavanzo e il PNL. Il fine esplicito di questa politica era quello di combattere la disoccupazione. Nel novembre successivo traspariva una certa tendenza a limitare il grado di reflazione, poiché i contributi per la previdenza sociale venivano aumentati di circa FF 36 miliardi per compensare un temuto disavanzo di pari ampiezza in quel settore di bilancio. Più recentemente è stato annunciato un "tetto" del disavanzo di bilancio per il prossimo esercizio in misura del 3% del PNL. Pur con tali limitazioni, il caso francese costituisce attualmente l'unico importante esempio di politica fiscale impiegata in modo evidente al fine di combattere la disoccupazione.

Per il resto, quanto meno in base alla maggior parte dei criteri analitici, la norma è tuttora rappresentata dalla restrizione fiscale, con diversi gradi d'intensità. La politica fiscale è stata, ed è previsto che rimanga, particolarmente restrittiva nel Regno Unito, in Canada e in Giappone. In quest'ultimo caso, benché vi siano un'inflazione contenuta ed un elevato risparmio privato, le difficoltà del mercato finanziario connesse a un forte aumento del debito pubblico costituiscono un importante incentivo all'azione volta a ridurre il disavanzo del settore pubblico. Il basso livello dell'inflazione ha tuttavia fornito alle autorità un certo margine nell'impiego della politica monetaria a sostegno della domanda interna. E anche

Disavanzo finanziario delle amministrazioni pubbliche<sup>1</sup>  
in percentuale del risparmio privato lordo, 1966-81

Paesi	1966-69	1970-73	1974-77	1978	1979	1980	1981 <sup>2</sup>
	medie annue						
Stati Uniti . . . . .	- 0,4	0,5	7,4	- 3,3	- 3,1	7,3	4,3
Giappone . . . . .	.	- 3,0	9,2	20,1	17,5	15,4	14,2
Germania . . . . .	1,2	- 1,2	15,9	13,1	13,6	16,6	21,5
Francia . . . . .	- 1,1	- 4,0	3,8	8,4	3,2	- 2,1	14,7
Regno Unito . . . . .	4,7	4,9	29,9	25,3	18,2	19,1	17,5
Italia . . . . .	.	28,2	33,9	35,1	33,7	29,4	37,5
Canada . . . . .	- 6,3	- 3,3	7,4	16,5	9,5	9,8	3,3
Belgio . . . . .	6,8	9,5	17,0	23,8	30,0	40,6	50,0
Paesi Bassi . . . . .	4,0	- 0,2	9,3	13,0	18,5	20,0	.
Svezia . . . . .	- 31,1	- 32,1	- 19,8	3,6	17,4	20,2	.

<sup>1</sup>Fabbisogno netto, ossia risparmio di parte corrente del settore della pubblica amministrazione meno gli investimenti del medesimo settore. Il fabbisogno lordo, che comprende i crediti erogati ad altri settori, risulterebbe maggiore sempre in rapporto al risparmio privato lordo. <sup>2</sup>Stime.

nell'ambito del bilancio si è cercato di concentrare le spese per opere pubbliche nel periodo ritenuto di congiuntura più debole, ossia nell'ultimo trimestre del 1980 e nei primi tre trimestri del 1981. Analoghi sforzi in questo senso dovranno essere compiuti nel corrente anno.

In Germania, pur in presenza di un disavanzo di bilancio superiore alle previsioni, lo scorso anno è andata crescendo la preoccupazione delle autorità per la tendenza ascendente della disoccupazione. Pertanto — nel contesto di un orientamento che permane nel complesso restrittivo — il governo ha recentemente introdotto alcuni provvedimenti di natura transitoria per stimolare gli investimenti. Tali strumenti, i quali pongono un limite temporale all'effettuazione delle spese che danno diritto a sgravi fiscali straordinari, erano già stati impiegati in precedenza in Germania con un certo successo. Il programma di finanziare questi provvedimenti mediante un aumento dell'IVA ha dovuto essere abbandonato.

Il bilancio per il 1981 dei Paesi Bassi prevedeva inizialmente un certo sforzo per incoraggiare gli investimenti e l'edilizia, ma il deterioramento della situazione di bilancio intervenuto nel corso dell'anno ha indotto a tentare riduzioni di spesa in settori quali la pubblica amministrazione e la previdenza sociale. E' tuttavia il Belgio a fornire uno degli esempi più evidenti dell'attuale inadeguatezza degli stimoli di bilancio per combattere l'elevata disoccupazione. In questo paese, i cui problemi principali sono una carenza di competitività e una struttura industriale scarsamente flessibile, lo scorso anno sia la bilancia dei pagamenti sia la situazione della finanza pubblica hanno subito un grave peggioramento, mentre la disoccupazione è salita a livelli senza precedenti. La svalutazione del franco belga nel febbraio scorso, unitamente al programma di stabilizzazione che l'accompagnava, ha segnato pertanto un riconoscimento della necessità che il problema della disoccupazione venga essenzialmente affrontato con strumenti diretti ad agire su alcuni dei fattori strutturali.

Il caso del Belgio non è tuttavia un esempio tipico dei vincoli di carattere più generale posti ora all'impiego tradizionale della politica fiscale ai fini della gestione della domanda. In primo luogo la stessa presenza di ampi disavanzi di bilancio può influire sfavorevolmente sulle aspettative inflazionistiche e suscitare dubbi circa l'attuabilità di qualsiasi programma per stimolare la domanda nel breve periodo. In tal caso la risposta in termini di investimenti, in particolare, potrebbe risultare inadeguata. Inoltre, ad ogni accelerazione parallela dell'inflazione si accrescerebbe la probabilità di una susseguente inversione di tendenza della politica. Pertanto potrebbero essere innescate risposte di segno contrario in termini di spesa del settore privato sia, come nel caso alquanto atipico degli Stati Uniti, attraverso reazioni del mercato finanziario, sia attraverso una valutazione pessimistica del ciclo congiunturale da parte degli imprenditori.

In taluni casi anche i consumatori hanno mostrato un adeguamento prudentiale della spesa dinanzi a un'accelerazione dell'inflazione. In molti paesi, agli inizi degli anni settanta si produsse un netto aumento della propensione al risparmio con la recrudescenza dell'inflazione. A livello dell'economia mondiale va poi rilevato che, quand'anche si riuscisse ad avviare una ripresa economica nel breve periodo, ciò potrebbe far riemergere un'eccedenza OPEC di considerevoli proporzioni. In un certo senso questo fenomeno può essere riguardato come una reazione avversa in termini di "risparmio", per il mondo considerato nel suo insieme. Pertanto, da

questi due fattori, ossia dai consumatori interni e dai paesi produttori di petrolio, potrebbero provenire reazioni aggiuntive negative in termini di domanda effettiva, in risposta alle tradizionali politiche anticongiunturali.

Se a questa serie di difficoltà si aggiunge l'inverosimiglianza di un coordinamento internazionale delle politiche a breve termine, appare evidente come siano veramente enormi gli ostacoli che si frappongono all'azione dei singoli paesi. Tuttavia, per la maggior parte di essi assume ancora un'assoluta preminenza l'imperativo di ridurre l'inflazione. A sua volta ciò comporta importanti implicazioni quanto al tipo di aggiustamento delle cifre dei bilanci pubblici effettuato talvolta dagli economisti per tener conto del livello di disoccupazione e, più di recente, del tasso d'inflazione. Il primo tipo di aggiustamento che mira a rettificare il bilancio sulla base di un'ipotesi di un' "alta occupazione" è ormai ben noto. Più nuovo è il secondo, che intende tener conto del possibile aumento dei flussi di risparmio per controbilanciare l'erosione, indotta dall'inflazione, del valore reale delle disponibilità di titoli del debito pubblico. In prima approssimazione tale aggiustamento può essere effettuato deducendo dal bilancio gli esborsi netti per interessi delle amministrazioni pubbliche, in base all'assunto che, in periodi di alta inflazione, la maggior parte di tali esborsi rispecchia un "premio-inflazione" sotto forma di tassi d'interesse. Di fatto essi costituiscono un rimborso di capitale.

Per quanto concerne l'aggiustamento per l'ipotesi di alta occupazione si pone immediatamente il problema, nelle attuali circostanze, di quale sia la soglia di riferimento della disoccupazione. In altri termini, è dubbio se sia del tutto appropriata una depurazione dei movimenti ciclici, allorché è venuta meno la tradizionale configurazione dei cicli economici. Gli attuali livelli di disoccupazione non costituiscono necessariamente aspetti puramente congiunturali, ma potrebbero essere fenomeni di più lungo periodo che rispecchiano i vari vincoli gravanti sulle economie, altri fattori strutturali, e forse anche un aumento di ciò che è ormai noto come tasso "naturale" di disoccupazione.

In termini più fondamentali, gli aggiustamenti dei dati di bilancio sulla base dell'alta occupazione e dell'inflazione costituiscono dei tentativi di misurare l'impatto effettivo della politica fiscale sulla domanda reale e sull'occupazione. A questo scopo, nel primo caso viene impiegato un criterio-guida esplicito di disoccupazione come parametro di riferimento per la politica, mentre nel caso della depurazione della componente inflazionistica viene di fatto attribuito un peso zero alla spesa pubblica per interessi nella misurazione dell'impatto del bilancio sulla domanda e sull'occupazione. Ci si può tuttavia domandare in quale misura tali correzioni siano pertinenti allorché la sconfitta dell'inflazione è divenuta un obiettivo primario. Se la politica economica non è diretta a conseguire un certo livello della disoccupazione nel breve periodo, ma bensì un più basso tasso d'inflazione, gli strumenti dovrebbero allora essere calibrati in relazione al grado di successo sul fronte dei prezzi e non dell'occupazione. In effetti, nel caso della depurazione della componente inflazionistica, il fatto stesso che si possa effettuare questo aggiustamento rispecchia l'insuccesso della politica nell'eliminare l'inflazione. Inoltre, tale aggiustamento ipotizza che i detentori di ricchezza reagiscano effettivamente risparmiando il rimborso implicito di capitale insito nel pagamento di interessi. Siffatta reazione non è evidentemente altrettanto certa quanto, ad esempio, il fatto che un aumento dell'attività economica tende automaticamente a contrarre il

disavanzo pubblico attraverso i meccanismi di prelievo fiscale e di assistenza alla disoccupazione.

Per concludere, il punto essenziale è che, posto come obiettivo principale il controllo dell'inflazione attraverso rigorose politiche monetarie, il ruolo appropriato della politica di bilancio è automaticamente quello di fornire un sostegno a questa azione, piuttosto che di tentare il conseguimento di altri obiettivi di politica economica eventualmente in conflitto con il primo.

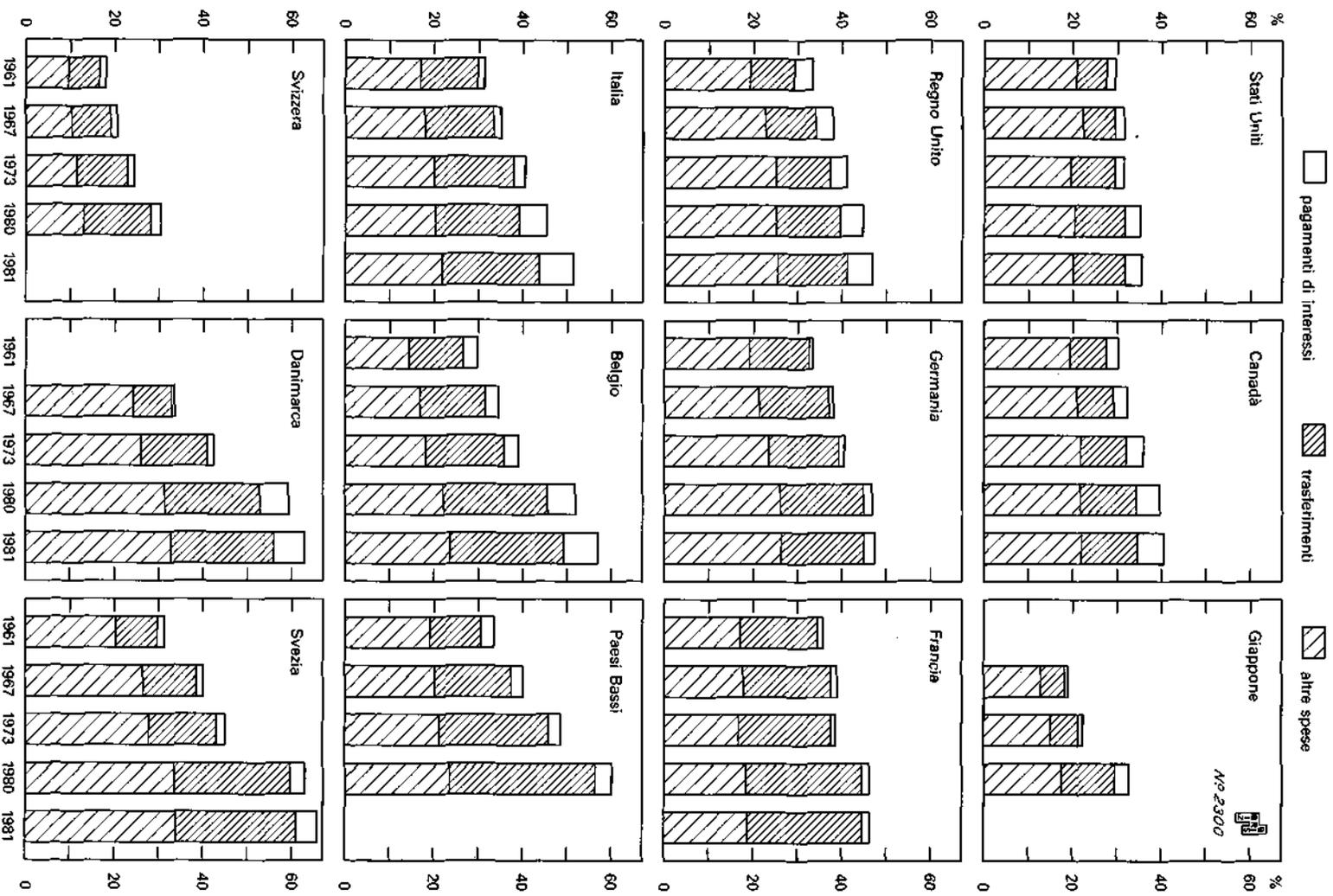
### La dimensione del settore pubblico

L'ultimo aspetto del vincolo posto dal settore pubblico allo sviluppo economico riguarda il problema di più lungo periodo dell'ampiezza del settore medesimo. Come già rilevato nella Relazione dello scorso anno, benché la quota di PNL di pertinenza del settore delle amministrazioni pubbliche fosse già andata ampliandosi in modo deciso e abbastanza generale anteriormente alla prima crisi petrolifera, dopo il 1973 la crescita relativa della spesa pubblica ha subito una notevole accelerazione. A distanza di un anno i dati non presentano alcun miglioramento della situazione. Anzi, considerando testualmente le cifre, vi è stato un deterioramento, in quanto nel 1981 la quota di PNL rappresentata dalla spesa delle amministrazioni pubbliche si è ulteriormente accresciuta in quasi tutti i paesi. Nella maggioranza dei casi l'aumento è dovuto in gran parte a maggiori esborsi per trasferimenti e interessi netti. La spesa delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PNL va ora da circa un terzo in Svizzera, in Giappone e negli Stati Uniti a una proporzione all'incirca doppia in Danimarca, Svezia, Paesi Bassi e Belgio.

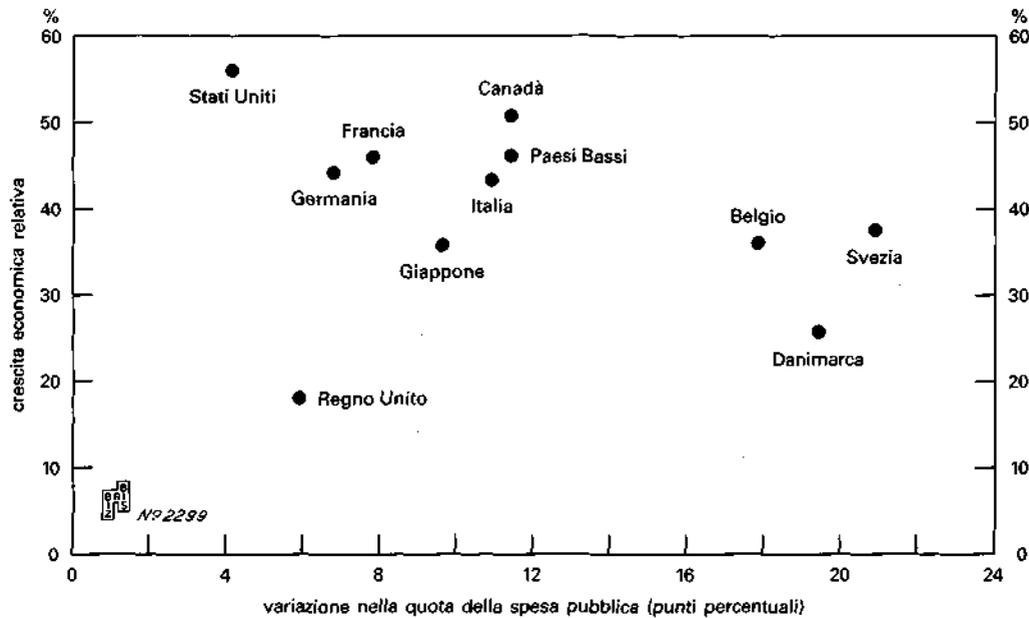
Una delle maggiori difficoltà poste da tale situazione riguarda ovviamente il livello della tassazione richiesta. Sebbene il finanziamento del disavanzo rappresenti una proporzione della spesa pubblica assai più ampia che in passato, anche l'imposizione fiscale esplicita ha raggiunto livelli senza precedenti. Un effetto di questa forte "pressione tributaria" potrebbe essere una intensificazione dell'inflazione, sia in modo diretto, nel caso in cui debbano essere aumentate le imposte sugli acquisti, sia indirettamente, attraverso spinte salariali indotte dalle imposte qualora il necessario aggiustamento sia realizzato in via primaria con prelievi fiscali sul reddito. Inoltre, si ritiene generalmente che alti coefficienti marginali di tassazione abbiano effetti negativi sugli incentivi all'offerta, sugli investimenti e sulla produttività. Uno dei più importanti argomenti a favore di una riduzione della spesa pubblica è che ciò permetterebbe un significativo alleggerimento fiscale, preferibilmente orientato in modo particolare a stimolare gli investimenti.

Viene spesso fatto rilevare come sia abbastanza logico che la quota della spesa pubblica tenda ad aumentare nel contesto di un'economia in espansione. E' ipotizzabile che il fabbisogno della società in beni pubblici aumenti in misura più che proporzionale al reddito, poiché al crescere del benessere potrebbe divenire maggiore la sua capacità e volontà di sostenere l'onere di schemi di redistribuzione del reddito. Tuttavia questo processo avrebbe naturalmente dei limiti. In effetti, dopo gli aumenti delle quote della spesa pubblica osservati fino ai primi anni settanta, ci si poteva ragionevolmente attendere una certa loro stabilizzazione. E' pertanto particolarmente inquietante il fatto che dopo il 1973 l'ampiezza relativa del settore pubblico sia cresciuta ad un ritmo ancora più rapido.

Spesa delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PNL



Crescita economica relativa e quota della spesa pubblica sul PNL\*



\*Tassi annui medi di crescita nel periodo 1973-1981 (rapportati alla crescita media del 1960-1973) raffrontati con le variazioni della quota della spesa pubblica dal 1973 al 1981.

E' probabile che il problema derivi in gran parte dal rallentamento tendenziale nella crescita economica avutosi durante gli anni settanta, nonché dal fatto che i governi non hanno saputo tenere sufficientemente conto delle relative implicazioni. La maggior parte dei programmi di spesa pubblica non è reattiva ai segnali di mercato che reggono il comportamento di spesa nel settore privato, e ovviamente taluni programmi sono deliberatamente destinati ad ampliarsi allorché rallenta lo sviluppo economico e aumenta la disoccupazione. Il grafico parrebbe indicare che sussiste una relazione fra l'ordine di grandezza delle difficoltà incontrate dai vari governi e l'intensità del rallentamento subito dalle rispettive economie. Nel grafico la variazione della quota della spesa pubblica sul PNL fra il 1973 e il 1981 è raffrontata con il tasso medio di crescita dell'economia durante lo stesso periodo, espresso in percentuale della crescita media nel periodo 1960-1973. La parte superiore del grafico mette particolarmente in evidenza la suddetta relazione. Infatti, gli Stati Uniti, con un tasso di crescita leggermente superiore al 50% di quello conseguito nel periodo precedente, presentano un aumento relativamente modesto della quota della spesa pubblica. Per contro, Danimarca, Belgio e Svezia, che hanno raggiunto soltanto il 25-40% della crescita precedente, mostrano incrementi della spesa pubblica veramente spettacolari. Una notevole eccezione all'estremità opposta dello spettro è costituita dal Regno Unito, dove vi è stato un aumento relativamente limitato della spesa pubblica pur in presenza di un rallentamento particolarmente forte della crescita economica. Ciò rispecchia l'ovvia verità che, indipendentemente dall'intensità delle spinte espansive esercitate dalla crescita lenta sulla dimensione relativa del settore pubblico, tale effetto può essere contrastato, anche se non interamente eliminato, mediante un'azione risoluta da parte delle autorità.

Se l'economia mondiale si trovasse semplicemente in una fase normale — anche se protratta — di rallentamento ciclico, il problema dei disavanzi del settore pubblico potrebbe in parte risolversi automaticamente nella fase di ripresa. Le attuali circostanze fanno ritenere che tale eventuale ripresa sarebbe comunque relativamente moderata, con una crescita lenta e livelli di disoccupazione elevati ancora per un periodo di tempo alquanto lungo. Il capitolo tratterà in seguito alcuni degli altri fattori di medio periodo, che — in aggiunta alla stessa inflazione — inducono a trarre questa conclusione. Ne consegue che qualsiasi riduzione della pressione fiscale e della domanda di credito del settore pubblico dovrà provenire da rinnovati sforzi volti a modificare la crescita tendenziale della spesa pubblica. Un conseguente abbassamento dei tassi d'interesse potrebbe allora contribuire a stimolare la domanda di investimenti fissi e di scorte delle imprese, di abitazioni e di beni di consumo durevoli. Esso si tradurrebbe altresì in un ulteriore alleggerimento delle uscite di bilancio per il pagamento di interessi, con un movimento a spirale contrario a quello che pare aver recentemente minacciato di instaurarsi in molti paesi.

### **La situazione in campo energetico**

Lo scorso anno si è assistito ad un progresso superiore al previsto nel ridurre la dipendenza dal petrolio nei paesi industriali. Di fatto, anche per quanto concerne il 1980, i risultati si sono dimostrati più positivi di quanto apparisse all'epoca della scorsa Relazione annuale. Peraltro, poiché la recessione è andata contemporaneamente acutizzandosi, non è chiaro in quale misura sia stato allentato il vincolo dell'energia su un impiego più completo delle risorse. Nel frattempo il mercato internazionale del petrolio si è tuttavia indebolito in modo alquanto spettacolare, alleviando nel breve periodo le pressioni sull'economia mondiale per quanto riguarda l'inflazione, la domanda e gli squilibri esterni, ma al tempo stesso riducendo in certa misura gli incentivi necessari ad operare un aggiustamento di più lungo periodo.

Nonostante una certa leggera crescita del PNL dei paesi industriali dell'Occidente, nel 1981 l'impiego complessivo di energia primaria è probabilmente sceso di circa il 2,5%. Rappresentando il petrolio la fonte marginale, l'impiego totale di esso è diminuito di circa il 6%; le importazioni nette di greggio (che a loro volta costituiscono la fonte marginale di petrolio) si sono contratte in modo ancora più netto, ossia del 13% circa. Nel secondo semestre dell'anno le importazioni nette di petrolio nell'area OCSE stavano procedendo ad una media di 19,5 milioni di barili al giorno — ossia ad un ritmo non più registrato dal 1969 — rispetto alle punte massime di 26–27 milioni di b/g registrate nel 1973 e quindi nuovamente negli anni 1976–79. Nel 1981 vi è stata inoltre un'ulteriore leggera crescita della produzione di petrolio interna all'area (ivi compreso il Messico), che ha portato a circa 4 milioni di b/g l'incremento totale dalla prima metà degli anni settanta.

Un contributo significativo a questi recenti sviluppi è provenuto dai notevoli progressi nel risparmio di energia e di petrolio negli Stati Uniti e in Giappone durante il periodo 1978–81. Dopo il primo shock petrolifero, negli Stati Uniti l'impiego di petrolio in rapporto al PNL era addirittura leggermente aumentato. Ma fra il 1978 e il 1981 si stima che esso sia sceso di ben il 25%, portando gli Stati Uniti maggiormente in linea con la media degli andamenti. Pertanto, secondo le correnti

Impiego di energia e di petrolio nell'area OCSE

Voci	1960	1965	1973	1980	1981
	indici: 1973 = 100				
Impiego complessivo di energia . . . . .	53,0	66,3	100	106,0	103,5
Impiego di energia in rapporto al PIL . . . . .	101,0	96,9	100	89,1	86,0
	in percentuale				
Quota del petrolio sull'impiego complessivo di energia . . . . .	36,7	44,7	54,8	49,7	48,0
Importazioni nette di petrolio in rapporto all'impiego complessivo di petrolio . . . . .	48,9	58,5	67,6	61,8	56,9
Importazioni nette di petrolio in rapporto all'impiego complessivo di energia . . . . .	17,9	26,2	37,1	30,7	27,3
	in milioni di barili/giorno				
Importazioni nette di petrolio . . . . .	6,8	12,4	26,5	23,3	20,2
Produzione di petrolio dell'OPEC . . . . .	6,0	14,0	31,0	26,8	22,5

stime dell'OCSE, nei sette maggiori paesi lo scorso anno il contenuto unitario di energia complessiva e di petrolio della produzione risultava diminuito rispettivamente del 14 e del 27-28% nei confronti del 1973. Ciò ha fatto sì che, come emerge dalla tabella, la quota del petrolio sul consumo complessivo di energia si situasse nel 1981 al disotto del 50%.

Per comprendere meglio il significato di tali cifre può forse essere opportuno rifarsi alle valutazioni espresse soltanto un anno fa dal Simposio parlamentare sull'energia e sull'economia organizzato dall'OCSE e dall'Agenzia internazionale per l'energia. Allo scopo di stimare le condizioni della domanda e dell'offerta di petrolio nei successivi dieci anni, furono elaborate determinate proiezioni, in cui si riteneva plausibile ipotizzare entro il 1985 un calo dell' 8,5% nell'ammontare complessivo di energia necessario a produrre un'unità di PIL. Analogamente, si supponeva che nello stesso arco di tempo sarebbe scesa al 44,5% la quota del petrolio sull'impiego complessivo dell'energia primaria. Oggi sembra probabile che entrambe queste cifre vengano effettivamente raggiunte, fors'anche prima del 1985. E, rispetto ad un fabbisogno stimato di produzione petrolifera OPEC di circa 30 milioni di b/g per l'intero periodo degli anni ottanta, nei primi mesi di quest'anno la produzione era scesa talvolta a meno di 18 milioni di b/g.

Tali dati sembrano indicare alquanto nettamente che nel suo aspetto essenziale - ossia l'eccessiva dipendenza dal petrolio importato - il vincolo energetico si è considerevolmente allentato. E' tuttavia ancora difficile valutare in quale misura ciò è avvenuto. In primo luogo la recessione nel mondo industrializzato occidentale è proseguita e si è intensificata. In effetti, mentre l'ipotesi assunta dall'OCSE/AIE prevedeva una crescita annua media del PIL pari al 2,75% dal 1979 al 1985, i risultati conseguiti finora sono ben inferiori alla metà di tale tasso. Si può inoltre ritenere che ogni "deficit" in termini di crescita del PIL risulti ingrandito per quanto concerne i suoi effetti sull'importazione di petrolio. Poiché quasi tutto il fabbisogno marginale di energia è coperto dal petrolio importato, il ritmo di crescita più lento del previsto potrebbe influenzare sensibilmente non soltanto il livello assoluto delle importazioni di petrolio, ma anche il fabbisogno di petrolio importato per unità di PIL.

L'indebolimento del mercato internazionale del petrolio è derivato parzialmente da un'inversione di tendenza – dall'accumulo alla riduzione di scorte – da parte dei paesi consumatori. E' evidente che questo fenomeno non può perdurare indefinitamente. Inoltre, il fatto che il risparmio di energia sia andato finora al di là di quanto previsto non implica necessariamente che i risultati finali siano parimenti superiori alle aspettative. Potrebbe darsi il caso che la reazione dei consumatori si sia semplicemente concentrata nella fase iniziale, senza che da ultimo il risparmio risulti molto più consistente del previsto.

Di portata ben maggiore nel lungo periodo è tuttavia il necessario contributo proveniente dalla produzione interna di petrolio e, soprattutto, dallo sviluppo di fonti energetiche alternative, e in questo campo non ci si possono attendere grandi risultati a breve scadenza. Peraltro, la recente flessione del prezzo del petrolio pare abbia condotto a una certa riduzione dell'attività di ricerca di giacimenti petroliferi al di fuori dell'area OPEC. Ciò fa ritenere che nei paesi consumatori sarebbe opportuno sostenere – eventualmente mediante strumenti tributari – il prezzo dell'energia sia per i produttori nazionali sia per i consumatori. A sua volta ciò potrebbe contribuire ad alleviare i disavanzi pubblici e, pur costituendo un potenziale freno al progresso sul fronte dell'inflazione, di fatto non implicherebbe necessariamente aumenti di prezzo in termini assoluti.

Nondimeno è nei settori del carbone e dell'energia nucleare che deve ancora intervenire un enorme sviluppo se si vuole conseguire l'auspicata emancipazione dal petrolio. Ed è in questi settori che sono comprensibilmente forti i timori legati alla sicurezza e alla salvaguardia dell'ambiente.

Infine, anche se i recenti dati indicano maggiori e durevoli risparmi di petrolio, resta da appurare se si prospetta già una sufficiente indipendenza dal vincolo energetico. Il Simposio OCSE/AIE concludeva che i paesi importatori di petrolio, pur con notevoli sforzi, avrebbero presumibilmente potuto adeguarsi ad una produzione OPEC massima di circa 30 milioni di b/g. Questo valore è però già assai prossimo ai precedenti livelli massimi. Anche se tale cifra può ora essere ridimensionata, non è detto che nella sua essenza il problema sia del tutto scomparso. Infatti, in presenza di un più soddisfacente tasso di crescita e di utilizzo della forza-lavoro nel mondo industrializzato potrebbe divenire necessario che alcuni importanti produttori OPEC mettano a disposizione una quantità di petrolio notevolmente eccedente il loro fabbisogno finanziario corrente. Se a ciò si aggiungono considerazioni di ordine strategico e la possibilità di ulteriori eventi traumatici, non è evidentemente inconcepibile che un'importante ripresa economica dei paesi industriali incorra negli stessi problemi emersi negli anni settanta. Il vincolo energetico è forse stato allentato – e potrebbe esserlo ulteriormente qualora fossero ristabiliti i livelli di produzione dell'Iran e dell'Iraq – ma esso potrebbe essere nuovamente inasprito da un'eventuale consistente ripresa economica e da una riduzione della disoccupazione nei paesi industriali.

### **Investimenti fissi e lenta crescita economica**

L'elemento finale nell'intreccio di vincoli che gravano sui paesi industriali è la dinamica degli investimenti. Dal 1973 la crescita degli investimenti è stata ovunque sensibilmente più lenta di quella dei precedenti decenni postbellici. Ciò costituisce in

pari tempo un effetto e una causa dei modesti risultati complessivi conseguiti dalle economie sviluppate dopo il primo shock petrolifero. Con il passare del tempo si tende tuttavia a considerare sempre più l'inadeguatezza degli investimenti unicamente come causa – forse causa primaria – della protratta fase di crescita lenta. Sia la quantità che la qualità dello *stock* di capitale potrebbero subire crescenti effetti negativi da un lungo periodo di debole attività di investimento. Vi è il rischio che le economie finiscano per rimanere più o meno impigliate nella "trappola" di una lenta crescita. Una più vivace dinamica dell'investimento costituisce la via per accelerare lo sviluppo globale ma, in un clima economico depresso, diventa più difficile fornire il necessario impulso agli incentivi ad investire nel settore privato. Data la presenza di altri vincoli che gravano sulle capacità produttive delle economie, per definizione diventa quasi impossibile procurare uno dei più importanti stimoli, ossia un mercato in espansione.

### Investimenti e risparmio

Come mostra la tabella seguente, dal 1973 l'espansione degli investimenti industriali ha subito un netto rallentamento praticamente in tutti i paesi. Tale rallentamento è stato massimo in Giappone (anche se a partire da livelli eccezionalmente elevati) e minimo in Canada. Non sorprende pertanto che recenti stime di istituti di ricerca indichino per la maggior parte dei paesi anche una flessione annua, compresa fra lo 0,5 e il 2% nel tasso di crescita dello *stock* lordo di capitale fisso delle imprese. Di conseguenza si può ritenere che al momento attuale il potenziale industriale sia mediamente inferiore del 10–15% al livello che avrebbe raggiunto se fossero proseguite le tendenze precedenti. E' possibile che lo *stock* effettivo di capitale sia ancora inferiore, nella misura in cui è divenuto più rapido il processo di obsolescenza, forse anche sotto la spinta della variazione del prezzo relativo dell'energia.

Se si esamina l'andamento recente della formazione di capitale in termini di quota degli investimenti fissi complessivi sul PNL emerge parimenti una tendenza

Investimenti delle imprese (escluse le abitazioni), a prezzi costanti

Paesi	1960–73	1973–79	1980	1981 <sup>1</sup>
	tasso medio annuo di crescita			
Stati Uniti . . . . .	5,7	2,8	– 3,0	2,5
Canada . . . . .	5,8	5,0	8,6	6,9
Giappone . . . . .	14,0	1,7	6,5	1,6
Germania . . . . .	4,7	2,4	3,3	– 2,1
Francia . . . . .	7,2	1,4	5,2	– 2,3
Regno Unito . . . . .	4,2	3,2	3,8	– 1,8
Italia . . . . .	4,7	– 1,3	9,8	– 2,5
Belgio . . . . .	5,1	0,2	8,2	– 4,5
Paesi Bassi . . . . .	5,1	2,0	– 6,5	– 14,0
Svezia . . . . .	4,3	– 0,5	1,3	– 7,1
Svizzera <sup>2</sup> . . . . .	5,5	– 2,0	6,9	1,7

<sup>1</sup> Cifre in parte stimate.    <sup>2</sup> Compreso il settore pubblico.

calante; tuttavia essa è in genere relativamente poco accentuata e presenta anche una o due eccezioni. A prima vista ciò desta una certa sorpresa. Da un lato, molti dei fattori ritenuti abitualmente determinanti nelle decisioni di investimento, come la redditività e i tassi d'interesse, sono stati sfavorevoli. Su un piano più analitico, dalla teoria elementare dello sviluppo economico si desume che il fabbisogno marginale di capitale è correlato al prodotto in maniera tale che – a parità di altre circostanze – il passaggio ad un periodo di più lenta crescita generale dovrebbe segnare una sensibile flessione nel rapporto fra investimento e prodotto. Per il complesso dei paesi industriali la variazione dei *trends* di sviluppo non è stata di lieve entità: fra il 1973 e il 1981 la crescita annua del PIL è stata in media di solo il 2,4%, rispetto a un tasso del 5% nel periodo 1960–73.

In parte questo apparente paradosso è senz'altro attribuibile ai nuovi investimenti resi necessari oppure stimolati dalle variazioni intervenute nei prezzi dell'energia. Inoltre, in molti paesi il fabbisogno di investimento è stato accresciuto da nuove normative dirette a proteggere l'ambiente, nonché la salute e la sicurezza dei lavoratori. Infine, l'elevato costo del lavoro, pur tendendo al tempo stesso ad erodere il flusso dei profitti e del risparmio delle imprese, potrebbe nondimeno aver stimolato taluni investimenti di tipo intensivo, comportanti cioè un risparmio di manodopera. Tuttavia, in linea di principio, questa spiegazione è abbastanza in contrasto con la forte decelerazione nella crescita del prodotto per addetto osservata dal 1973 in poi.

Investimenti fissi lordi interni

Paesi	1960–73	1973–79	1980	1981
	in percentuale del PNL/PIL			
Stati Uniti . . . . .	18,2	18,1	17,7	17,0
Canada . . . . .	22,1	23,2	23,6	24,5
Giappone . . . . .	33,8	32,2	31,8	31,0
Germania . . . . .	25,0	21,7	23,5	22,8
Francia . . . . .	23,2	22,6	21,6	21,2
Regno Unito . . . . .	18,3	18,6	17,8	16,2
Italia . . . . .	20,9	19,8	19,8	20,3
Belgio . . . . .	21,7	21,7	21,0	20,1
Paesi Bassi . . . . .	24,9	21,1	21,0	19,9
Svezia . . . . .	23,2	20,7	20,1	19,1
Svizzera . . . . .	28,1	23,5	23,8	24,2

Pertanto le quote degli investimenti complessivi relativamente ben preservate non sono forse così confortanti come appaiono a prima vista. Esse potrebbero anche essere abbastanza soddisfacenti nel breve periodo, dati i vincoli recenti e prospettici gravanti sull'attività economica generale. Il punto essenziale, tuttavia, è che in termini di volume assoluto della formazione di capitale, ne deriva una dinamica inadeguata in rapporto agli obiettivi di crescita dell'occupazione e della produttività (quand'anche formulati in termini meno ambiziosi che anteriormente al 1973) che dovrebbero divenire appropriati una volta concluso il periodo di aggiustamento a

medio termine. In altre parole, sussiste il pericolo che una parte assai maggiore della disoccupazione divenga di natura strutturale. Al tempo stesso, dato che gli investimenti correnti costituiscono spesso la via attraverso la quale i progressi tecnologici vengono posti al servizio di una produzione più efficiente, probabilmente una lenta crescita degli investimenti medesimi fa sì che la produttività del capitale esistente sia inferiore al livello altrimenti raggiungibile. Inoltre, è necessariamente rallentato il processo di rinnovamento dello *stock* di capitale.

E' altresì opportuno rilevare che, data la modesta crescita degli investimenti, i necessari aggiustamenti strutturali dello *stock* di capitale non sono stati attuati con l'intensità altrimenti possibile. In particolare, un più lento ammodernamento di quest'ultimo potrebbe aver ritardato la completa introduzione di tecnologie più funzionali dal punto di vista energetico. Esso potrebbe altresì frenare gli aggiustamenti necessari in considerazione della concorrenza proveniente dai paesi di nuova industrializzazione. Per tutte queste ragioni, sarebbe auspicabile che una parte importante degli impulsi provenienti dalla politica economica puntasse a stimolare gli investimenti. Il problema è, tuttavia, come ciò possa essere realizzato dato l'attuale contesto sfavorevole.

E' quanto meno inquietante che, secondo la maggior parte degli studi sul comportamento degli investimenti, uno dei più importanti fattori che determinano le decisioni di spesa in beni capitali sia costituito dalle prospettive future delle vendite, ossia della domanda, poiché sono appunto queste prospettive ad essere necessariamente limitate nel momento attuale. Di conseguenza l'avvio di importanti progetti di ampliamento degli impianti equivarrebbe a rischiare un investimento in capacità produttiva (almeno temporaneamente) inutilizzata, con forti probabilità di condurre ad una crisi finanziaria dell'impresa. Un modo per tentare di superare tale ostacolo fondamentale è quello di provvedimenti di incentivazione con scadenze di applicazione prefissate. I governi tedesco e francese, ad esempio, hanno annunciato recentemente dei programmi di detassazione degli investimenti, in base ai quali lo sgravio fiscale si applica soltanto ai progetti avviati o alle spese sostenute entro un limite di tempo.

Se da un lato può essere difficile che tali programmi ottengano di per sé importanti risultati, la loro efficacia potrebbe essere alquanto rafforzata rendendo quanto più possibile propizi altri fattori che non siano la domanda. Probabilmente il più importante sarebbe un significativo ripristino dei livelli di redditività. I dati relativi alle quote di reddito dei fattori indicano che, sebbene la redditività pare non essersi deteriorata troppo seriamente nel corso del secondo shock petrolifero, nella maggior parte dei casi essa è ancora inferiore ai livelli esistenti all'inizio degli anni settanta. Una redistribuzione del reddito dei fattori — ossia una crescita contenuta dei salari reali — potrebbe fornire sia un maggiore incentivo a investire, sia parte del flusso di risorse finanziarie necessario per attuare gli investimenti stessi. In altri termini essa potrebbe contribuire ad incrementare contemporaneamente il risparmio e l'investimento. Tuttavia si deve ammettere che il tasso già lento di crescita dei redditi reali rende probabilmente difficile il conseguimento del necessario grado di contenimento salariale.

Un aspetto connesso, già trattato in precedenza in questo capitolo, riguarda il problema della combinazione delle politiche, nonché il livello troppo alto dei tassi d'interesse che deriva dagli eccessivi disavanzi di bilancio in concomitanza di

Quota del lavoro dipendente sul reddito totale dei fattori interni

Paesi	1965-69	1970-73	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
	in percentuale									
Stati Uniti . . . . .	72,7	76,5	78,2	77,6	77,4	76,9	77,2	77,5	78,5	78,7
Giappone . . . . .	53,3	57,2	62,8	66,1	66,4	67,9	66,6	67,5	68,3	.
Germania . . . . .	65,5	69,3	72,4	72,3	71,4	71,4	71,2	71,1	72,2	73,3
Francia . . . . .	62,3	63,9	67,5	70,1	71,5	71,3	71,5	71,3	73,0	75,5
Regno Unito . . . . .	75,7	75,8	79,5	82,6	80,5	77,9	77,4	78,8	81,4	.
Italia . . . . .	56,8	61,3	64,1	68,2	67,2	68,5	68,0	66,2	65,6	68,7
Canada . . . . .	70,7	72,4	70,6	72,1	72,7	73,5	71,9	69,5	69,9	71,5
Belgio . . . . .	62,3	64,9	68,0	70,2	71,0	71,9	72,1	72,3	73,5	.
Paesi Bassi . . . . .	65,1	68,6	70,1	72,5	69,9	70,6	71,1	72,0	72,8	.
Svezia . . . . .	75,4	76,9	76,3	77,5	81,0	85,5	84,0	81,3	80,3	.
Svizzera . . . . .	65,6	68,4	70,7	72,5	71,7	72,0	72,8	73,0	73,3	.

politiche monetarie antinflazionistiche. Tale "effetto di spiazzamento" pare essere un inutile ostacolo frapposto all'iniziativa dei potenziali investitori in beni capitali. Gli elevati tassi d'interesse comportano altresì il rischio che un eventuale aumento dei profitti venga risparmiato in forma di depositi bancari, di titoli di Stato o di rimborso di debiti, anziché essere impiegato per investimenti produttivi.

L'attuale politica economica si trova già su un terreno assai più saldo per quanto concerne la riduzione dell'inflazione. Vi è ora una diffusa consapevolezza che l'inflazione, soprattutto nella forma fortemente indotta dai costi avutasi nell'ultimo decennio, rischia di inibire gli investimenti. I tassi di inflazione elevati hanno la tendenza ad essere poco stabili, contribuendo così - sia all'interno, sia attraverso fenomeni di iperreazione sui mercati dei cambi - ad alimentare l'incertezza che circonda le previsioni della redditività futura. Inoltre, aumentando i tassi d'interesse nominali, l'inflazione accresce sostanzialmente i rischi connessi all'indebitamento a lungo termine. Tuttavia l'effetto benefico sugli investimenti derivante da una minore inflazione potrebbe andare in parte (o del tutto) perduto se il costo della disinflazione dovesse divenire troppo alto in termini di disoccupazione. Non solo la stessa domanda risulterebbe ulteriormente depressa, forse al disotto del livello che sarebbe altrimenti ammissibile, ma una forte e protratta disoccupazione potrebbe altresì influenzare negativamente le aspettative imprenditoriali circa il clima politico ed economico in cui si troverebbero ad essere avviati i nuovi progetti di investimento. Per entrambe queste ragioni, e in presenza di forti rigidità sul mercato del lavoro, si ritiene che talvolta le politiche dei redditi siano potenzialmente utili, quanto meno laddove esse non sono inaccettabili per altri motivi. Tali politiche possono contribuire a ridurre il costo della disinflazione in termini di disoccupazione, nonché favorire il necessario trasferimento di reddito a favore dei profitti.

Da queste considerazioni discende che il livello degli investimenti dovrebbe essere più elevato degli attuali valori. Per alcuni paesi, dato un tendenziale declino nella quota degli investimenti, ne consegue altresì, nell'ipotesi di un più completo

impiego delle risorse, la necessità di un aumento della quota medesima. Per le stesse ragioni dovrebbe quasi certamente accrescersi anche la quota di reddito nazionale destinata al risparmio.

La tabella seguente mostra l'evoluzione del risparmio interno nel periodo precedente la crisi petrolifera e in quello successivo. I due periodi sembrano presentare ben poca omogeneità per quanto riguarda il risparmio complessivo del settore privato (Famiglie e Imprese). In taluni casi, come nel Regno Unito, in Svezia, in Canada e presumibilmente in Italia, negli ultimi anni è aumentata la

Quote di risparmio lordo interno

Paesi	Anni	Sistema economico	Amministrazioni pubbliche	Settore privato interno
		in percentuale del PIL		
Stati Uniti . . . . .	1960-73	19,4	2,3	17,1
	1974-79	18,9	1,1	17,8
	1980	18,3	0,6	17,7
	1981	18,3	0,8	17,5
Canada . . . . .	1960-73	21,8	4,1	17,7
	1974-79	21,4	1,7	19,6
	1980	21,5	0,9	20,6
	1981	22,2	2,4	19,8
Giappone . . . . .	1965-73	37,4	6,6	30,8
	1974-79	32,6	3,2	29,3
	1980	30,7	3,3	27,3
	1981	31,8	3,6	28,2
Germania . . . . .	1960-73	27,1	6,0	21,1
	1974-79	23,3	2,4	20,9
	1980	23,0	2,3	20,7
	1981	21,8	0,9	20,9
Francia . . . . .	1961-73	29,0	4,9	24,1
	1974-79	23,0	2,7	20,3
	1980	21,7	3,7	18,0
	1981	19,1	1,6	17,5
Regno Unito . . . . .	1960-73	19,3	4,5	14,8
	1974-79	17,9	0,5	17,4
	1980	19,1	0,8	18,3
	1981	17,6	0,5	17,1
Italia . . . . .	1961-73	23,4	- 2,1	25,5
	1974-79	22,2	- 5,1	27,3
	1980	22,6	- 3,7	26,3
	1981	18,9	- 7,1	26,0
Belgio . . . . .	1960-73	25,9	1,5	24,4
	1974-79	20,6	- 1,3	21,9
	1980	16,3	- 4,6	20,9
	1981	.	- 8,2	.
Paesi Bassi . . . . .	1960-73	27,4	5,1	22,3
	1974-79	22,9	2,6	20,3
	1980	20,1	1,5	18,6
	1981	20,0	1,0	19,0
Svezia . . . . .	1960-73	24,2	9,8	14,4
	1974-79	19,7	5,4	14,2
	1980	17,3	0,1	17,2
	1981	16,0	- 0,9	16,9
Svizzera . . . . .	1960-73	31,2	.	.
	1974-79	27,7	.	.
	1980	26,7	.	.
	1981	28,0	.	.

propensione al risparmio del settore privato, mentre altrove, specialmente in Francia, Belgio e Paesi Bassi, essa ha mostrato una tendenza calante. Quanto al risparmio delle amministrazioni pubbliche, si riscontra invece un comune profilo discendente, che costituisce un elemento importante del noto deterioramento delle posizioni globali dei bilanci pubblici. Ciò indica che proprio il settore pubblico dovrebbe poter contribuire in misura rilevante ad un eventuale auspicabile aumento del risparmio totale interno. (Vale la pena di ricordare che, sebbene a livello mondiale vi sia stato in anni recenti un ampio accumulo di risparmio internazionale — l'eccedenza OPEC — una sua consistente riduzione rientra evidentemente fra le finalità della politica economica.) E' vero che in alcuni paesi, fra i quali in particolare gli Stati Uniti, sono stati compiuti (o sono previsti) diversi tentativi per aumentare il risparmio privato mediante riduzioni delle imposte. Tuttavia le reazioni del settore privato a tali sgravi fiscali sono forzatamente incerte; inoltre, se non è possibile decurtare contestualmente la spesa pubblica corrente in misura adeguata, vi è almeno in parte il pericolo di un effetto di segno contrario sotto forma di un ulteriore calo del risparmio della pubblica amministrazione. Un metodo più sicuro per accrescere il risparmio privato sarebbe un sensibile spostamento delle quote di reddito a favore dei profitti delle imprese, come già detto in precedenza.

Nella misura in cui il necessario aumento degli investimenti è incombenza del settore pubblico, un'espansione del risparmio delle amministrazioni pubbliche (ossia una riduzione delle loro uscite correnti) potrebbe trovare una contropartita automatica in termini di investimento. Evidentemente il rischio connesso alla sola riduzione delle spese correnti è che in definitiva gli incentivi all'investimento privato (compreso un eventuale calo indotto dei tassi d'interesse) potrebbero dimostrarsi insufficienti, nelle attuali circostanze, a dar origine ad un incremento equivalente della spesa in beni capitali. In questo caso la spesa globale e l'attività economica potrebbero subire addirittura un'ulteriore contrazione. Di conseguenza la via lasciata alle autorità di governo è alquanto angusta. Nella maggior parte dei casi, per conseguire un successo sarà necessaria una contrazione sostanziale dei disavanzi di bilancio; tuttavia, una riduzione prematura o troppo ampia comporta il rischio di peggiorare ulteriormente la situazione immediata della domanda (dando origine, fra l'altro, a nuove pressioni sugli stessi bilanci pubblici). D'altra parte, è probabile che un atteggiamento troppo permissivo mantenga eccessivamente elevati i tassi d'interesse e influenzi negativamente le aspettative. Data l'importanza degli effetti indotti da queste ultime, nella maggior parte dei casi pare necessario un convincente programma di ridimensionamento del bilancio pubblico nel medio periodo, con disavanzi decrescenti in un contesto di stime realistiche circa la crescita economica e i tassi d'interesse.

### **Le implicazioni della lenta crescita economica**

Quello degli investimenti è solo un aspetto, sebbene importante, del carattere ostico del problema di politica economica che si pone alle autorità. Il nucleo di questo problema è il fatto che non sempre si può fare affidamento su una durevole crescita lenta e sulla presenza di un sottoutilizzo delle risorse per incoraggiare i necessari aggiustamenti autocorrettivi. In realtà possono prodursi reazioni perverse tendenti ad autoalimentarsi.

Ad esempio, come sarà trattato nel capitolo seguente, benché i mercati stagnanti agiscano inequivocabilmente nel senso di ridurre l'inflazione, taluni altri aspetti della crescita lenta, che vanno dalle pressioni sui costi unitari agli atteggiamenti nei confronti delle politiche dei redditi, possono non essere sempre favorevoli.

In modo analogo, per quanto riguarda l'allocazione delle risorse, il ristagno economico può incoraggiare una maggiore mobilità del lavoro ed esercitare una pressione finanziaria sulle imprese tale da indurle a migliorare la propria efficienza con operazioni di drastica ristrutturazione. Al tempo stesso, è tuttavia probabile che si accrescano le pressioni dirette ad ottenere una maggiore protezione o forme di sussidio per i posti di lavoro antieconomici.

Le autorità hanno ovviamente cercato di far fronte ad alcuni degli effetti più negativi della lenta crescita economica, specialmente per quanto riguarda la disoccupazione. Ad esempio, in considerazione della quota sproporzionata dei giovani sul totale dei disoccupati, sono state avviate o potenziate varie forme di qualificazione e addestramento professionale. Vi sono state altresì pressioni per una riduzione dell'orario lavorativo e per l'introduzione di schemi di spartizione del lavoro. Tali iniziative possono essere considerate come un parziale adattamento ad una situazione di più lento sviluppo. Tuttavia, se esse non sono accompagnate da adeguati aggiustamenti dei salari nominali, vi è il pericolo che emergano ulteriori spinte al rialzo sui costi unitari. Come dimostra la recente esperienza francese, allorché viene ridotta la settimana lavorativa, può essere difficile ottenere il necessario grado di realismo nella fissazione dei livelli salariali. Inoltre, i mutamenti negli schemi di comportamento sociale e lavorativo che sarebbero adatti al momento attuale, potrebbero divenire inappropriati e difficilmente reversibili in epoca successiva.

Questo capitolo ha delineato un quadro alquanto pessimistico delle limitate scelte disponibili per un pronto miglioramento di medio periodo della crescita e della situazione occupazionale nei paesi industriali. Nonostante l'attuale sovrabbondanza di petrolio e il più recente (e lungamente atteso) miglioramento sul fronte dell'inflazione, la situazione non offre uno spazio di manovra così ampio come potrebbe apparire se giudicato solo sulla base dei livelli di disoccupazione. In modo abbastanza paradossale, se la recessione si è fatta più acuta di quanto sia strettamente necessario, un importante stimolo di breve periodo potrebbe provenire dall'annuncio di un *futuro inasprimento* della politica di bilancio, in particolare negli Stati Uniti, piuttosto che da un immediato allentamento della stessa secondo schemi più tradizionali.

Quanto meno nei paesi industriali, la ricomparsa di elevati livelli di disoccupazione rappresenta forse l'aspetto più grave della situazione. Non soltanto può rivelarsi lunga la strada da percorrere per ritornare ad una più rapida crescita, ma anche i mezzi a ciò necessari — ossia un efficace rilancio degli investimenti e del risparmio — non sono tali da poter assicurare un effetto favorevole immediato o significativo sull'occupazione. Il margine per ampliamenti della capacità produttiva è necessariamente limitato, mentre gli investimenti di razionalizzazione tendono per definizione a risparmiare manodopera, anche se l'incentivo ad effettuare spese unicamente dirette a questo scopo potrebbe essere ridotto da eventuali successi nel comprimere i costi salariali reali.

Per il resto, i vari vincoli sopra descritti escludono in gran parte i tradizionali stimoli della domanda di tipo keynesiano, che ipotizzano la possibilità di una rapida mobilitazione delle risorse inutilizzate per fornire i necessari beni di investimento e finanziare piú agevolmente i livelli tendenziali della spesa pubblica. In effetti, la consapevolezza di questo fatto da parte del settore privato, unitamente a timori piú specifici circa l'ampiezza dei disavanzi pubblici e il livello d'inflazione, potrebbe aver reso relativamente inefficaci gli strumenti di gestione della domanda precedentemente in auge.

In siffatte circostanze sarebbe vano pretendere che vi sia una cura miracolosa oppure che il proseguimento di una crescita relativamente lenta non comporti di per sé dei rischi. Nondimeno i governi non hanno praticamente altra scelta se non quella di continuare a incoraggiare quanto piú possibile il processo di aggiustamento e gli investimenti, attuando in pari tempo quegli adattamenti alla situazione che si rendono possibili e tenendosi pronti a rendere disponibili le necessarie risorse attraverso una riduzione sia dell'ampiezza del settore pubblico sia del suo disavanzo.

### III. INFLAZIONE E DISOCCUPAZIONE

#### Aspetti salienti

Nel 1981, con l'indebolirsi della domanda e dell'attività produttiva, la disoccupazione ha continuato ad aumentare in tutta l'area del Gruppo dei Dieci, e agli inizi del 1982 ha raggiunto in diversi paesi i massimi livelli del dopoguerra. Il tasso medio annuo di disoccupazione in quest'area è stato del 6,5% nel 1981, rispetto al 5,5% nel 1980 e ad una percentuale pressoché analoga nel 1975-76. La disoccupazione ha segnato aumenti particolarmente forti in Europa, superando il 10% in Belgio, nei Paesi Bassi e nel Regno Unito alla fine dello scorso anno. In Giappone, Svezia e Svizzera i tassi di disoccupazione sono stati inferiori a quelli dei restanti paesi del Gruppo dei Dieci, variando dallo 0,3% in Svizzera a circa il 3% in Svezia.

D'altra parte, nei primi mesi del 1982 nei principali paesi industriali l'inflazione dei prezzi risultava notevolmente diminuita rispetto ai livelli raggiunti due anni prima. Misurato in termini di incremento dei prezzi al consumo sui precedenti dodici mesi, il tasso medio ponderato d'inflazione nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera era calato a poco più del 9% alla fine del 1981 rispetto alla punta massima del 1980 di quasi il 13%. Le indicazioni di un ulteriore rallentamento nei primi mesi del 1982 fanno ritenere che nei paesi del Gruppo dei Dieci l'inflazione media stia approssimandosi al livello del 7% registrato alla fine del 1978.

La più soddisfacente dinamica dei prezzi è derivata principalmente dal rallentamento dell'attività economica nel mondo industrializzato, che ha avuto inizio nel 1980 sotto l'effetto del brusco rincaro sul fronte dei prezzi esterni nel 1979-80, ed è stato accentuato quindi dall'indirizzo restrittivo delle politiche economiche dei paesi industriali. Questo rallentamento ha provocato, tra l'altro, un sensibile ribasso delle quotazioni dei prodotti primari, che ha fortemente contribuito al calo dei tassi d'inflazione del 1981. Tra gli ultimi mesi del 1980 e la fine del 1981 i corsi dei prodotti non petroliferi (espressi in DSP) sono calati del 17% e il prezzo in dollari dell'olio combustibile sul mercato a pronti è sceso da una punta massima di oltre \$35 al barile nel 1980 a meno di \$25 agli inizi di quest'anno.

Lo scorso anno solo in pochi paesi le retribuzioni nominali hanno contribuito significativamente alla decelerazione del processo inflazionistico. Nondimeno, se si raffrontano i periodi successivi alle due crisi petrolifere, il successo relativo delle più risolte politiche antinflazionistiche perseguite nel secondo periodo è evidenziato dall'evoluzione delle retribuzioni sia nominali sia reali. Verso la fine del 1974 la media degli incrementi salariali nominali nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera raggiungeva il 15%, mentre dopo la seconda crisi petrolifera essa non ha superato il 10%, limitando in tal modo gli effetti secondari dello shock. Negli ultimi mesi, in presenza di un ulteriore calo dell'inflazione dei prezzi, in diversi paesi le retribuzioni sono aumentate più lentamente che in passato. Per quanto concerne le retribuzioni reali e i costi complessivi del lavoro, il contrasto con il periodo precedente è alquanto marcato. Nel 1979-81 gli incrementi sono stati meno diffusi

che nel 1974-76, e comunque di entità molto minore. Inoltre, praticamente ovunque essi si sono mantenuti entro i limiti consentiti dall'aumento della produttività e le variazioni nelle ragioni di scambio. Di conseguenza, le quote di reddito dei fattori sono state preservate meglio che nel periodo successivo alla prima crisi petrolifera e in alcuni paesi pare essersi formata una crescente consapevolezza dell'importanza di questo elemento come presupposto per più favorevoli prospettive in termini di occupazione.

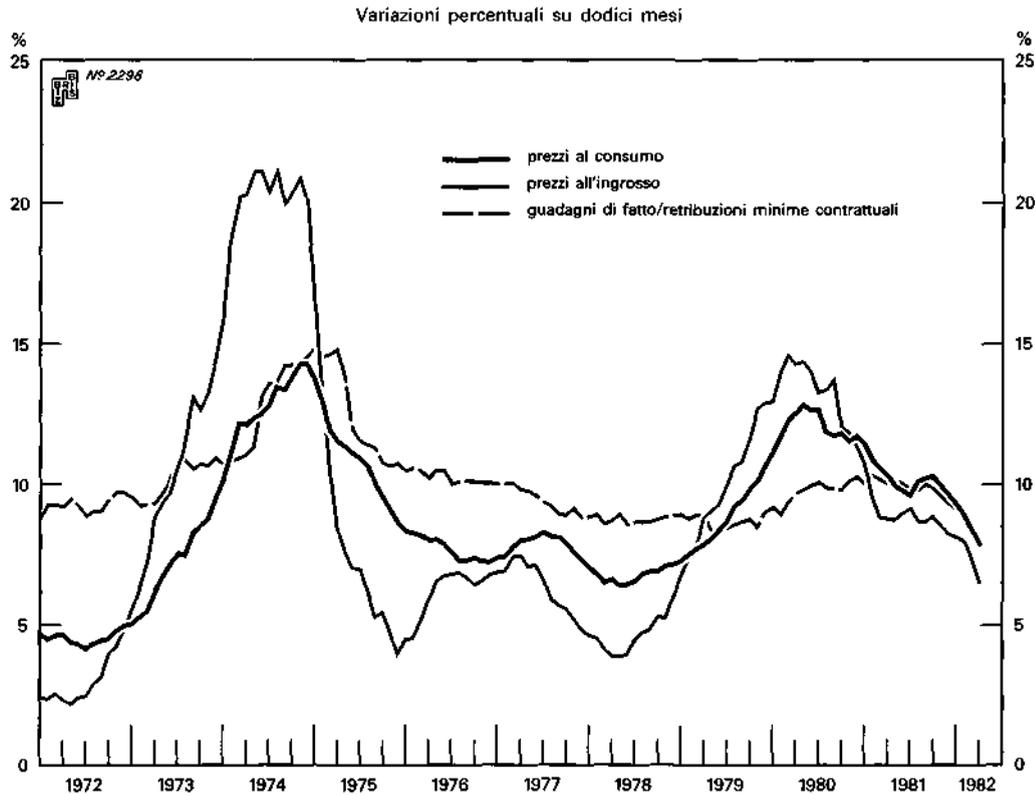
La riduzione nella media dei tassi d'inflazione nel 1981 comprende notevoli differenze da paese a paese. Le flessioni più marcate sono state registrate dai paesi non europei del Gruppo dei Dieci, con un miglioramento particolarmente forte negli Stati Uniti e nel Giappone; un sensibile calo dell'inflazione si è avuto anche nel Regno Unito, in Italia e in Svezia. Per contro, nei paesi europei con tassi d'inflazione relativamente modesti l'ascesa dei prezzi si è alquanto accelerata nel 1981. Queste diversità sono attribuibili in parte a differenze nella collocazione temporale e nell'efficacia delle politiche antinflazionistiche interne e in parte al forte aumento del valore del dollaro rispetto alle monete europee nei primi sette mesi del 1981. La parziale erosione, tra l'agosto e il dicembre 1981, del precedente apprezzamento del dollaro ha contribuito quindi, unitamente alla persistente debolezza dei corsi delle materie prime, al recente calo generale dell'inflazione nei paesi europei.

Oltre a descrivere questi sviluppi recenti, il presente capitolo analizza il nesso tra la disoccupazione e l'inflazione nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci, a partire dal 1972. Con l'eccezione della Svizzera, nell'ultimo decennio questa relazione è andata deteriorandosi in varia misura, in quanto ad un aumento della disoccupazione si è associata un'inflazione più elevata. Alla luce di questo deterioramento di più lungo periodo e dei costi e benefici derivanti all'economia dalle politiche antinflazionistiche adottate in risposta ai rincari del petrolio del 1979-1980, il capitolo si conclude con l'esame del margine disponibile per politiche alternative o complementari.

### **La recente evoluzione dei prezzi**

Dalla primavera del 1980 nei principali paesi industriali i tassi d'inflazione si sono sensibilmente ridotti. Come mostra il grafico seguente, nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera la media ponderata degli incrementi dei prezzi al consumo sui precedenti dodici mesi è scesa da una punta massima di quasi il 13% nel 1980 all'8% circa agli inizi del 1982. Questa flessione ha annullato gran parte del forte incremento nel tasso medio di inflazione dei prezzi al consumo innescato dal secondo shock petrolifero del 1979. L'allentamento delle tensioni inflazionistiche negli ultimi due anni ha coinciso con un generale ristagno dell'attività economica e con un'ascesa della disoccupazione, in quanto la maggior parte dei paesi industriali ha continuato ad applicare politiche monetarie decisamente restrittive dirette a frenare gli effetti inflazionistici secondari del rincaro del petrolio. Nel 1981, in presenza di una flessione dell'attività economica, sono fortemente calati i prezzi delle materie prime a mercato mondiale, inclusi quelli del petrolio, smorzando le pressioni inflazionistiche globali. La caduta dei corsi delle materie prime ha contribuito in misura rilevante alla netta decelerazione dell'inflazione dei prezzi all'ingrosso, il cui tasso medio ponderato di incremento è sceso da un massimo di

Inflazione nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera\*

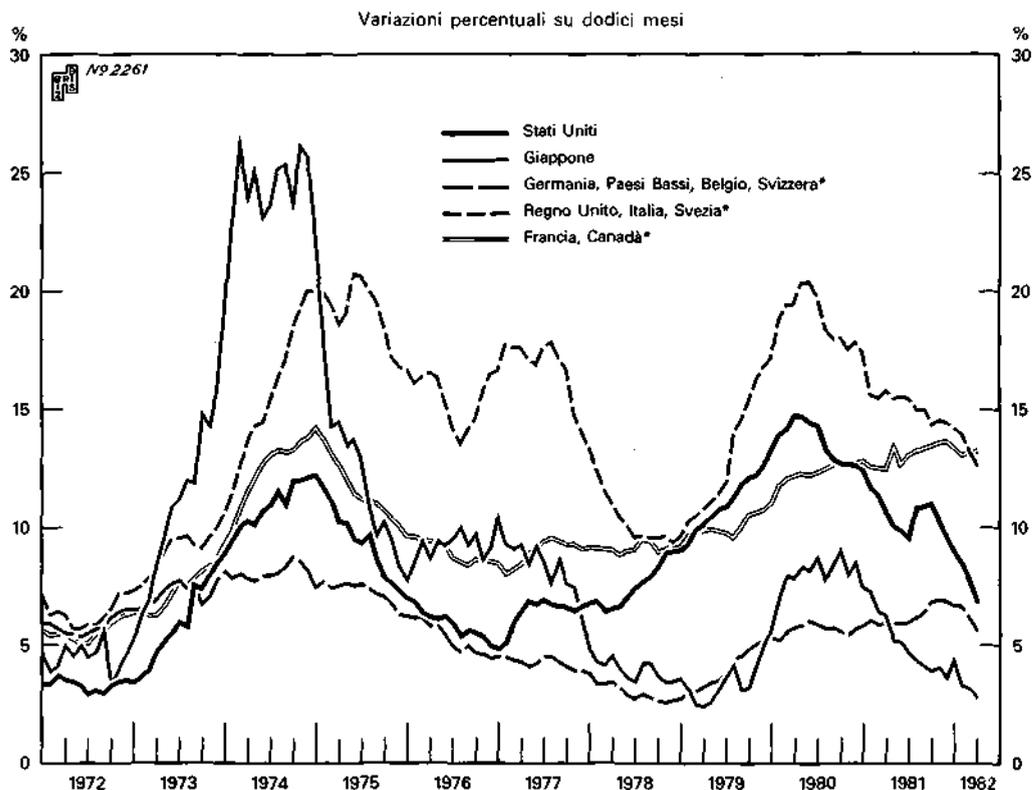


quasi il 15% agli inizi del 1980 all'8% alla fine del 1981. Nel corso del 1982 questo rallentamento nell'ascesa dei prezzi all'ingrosso dovrebbe contribuire a ridurre ulteriormente l'inflazione dei prezzi al consumo.

L'allentamento delle pressioni inflazionistiche nel 1981 non è stato uniforme, ma si è piuttosto concentrato in alcuni paesi, mentre in altri i tassi d'inflazione sono leggermente aumentati. Come mostra il grafico a pagina 40 il calo dell'inflazione è stato particolarmente marcato negli Stati Uniti e in Giappone; sensibili riduzioni sono state anche registrate nel Regno Unito, in Italia e in Svezia. Per contro, un certo incremento si è avuto in Germania, nei Paesi Bassi, Belgio, Svizzera, Francia e Canada.

Un importante fattore alla base dei divergenti andamenti dei tassi d'inflazione nel 1981 è rappresentato dalle ampie fluttuazioni dei tassi di cambio. In particolare, come verrà successivamente esaminato in modo più esauriente, il forte apprezzamento del dollaro nei primi sette mesi del 1981 ha amplificato negli Stati Uniti l'impatto della flessione dei prezzi delle materie prime a mercato internazionale, mentre in altri paesi lo ha annullato o talvolta addirittura temporaneamente sopravanzato. Un altro importante fattore è costituito dalle differenze nella tempestività, nell'intensità e nell'efficacia delle politiche antinflazionistiche. Il Giappone ha avuto particolarmente successo nel reagire e nell'adeguarsi rapidamente al secondo shock petrolifero, riuscendo quasi a

Inflazione misurata dai prezzi al consumo



dimezzare nel 1981 il tasso di incremento dei prezzi al consumo, il quale è sceso al 4%, cioè al più basso livello fra quelli dei principali paesi industriali. Anche negli Stati Uniti l'inflazione dei prezzi al consumo è calata nettamente, scendendo da una punta massima del 14,5% agli inizi del 1980 al 9% nel 1981. Inoltre, sensibili cali dell'inflazione sono stati registrati lo scorso anno in Italia e nel Regno Unito.

Nel 1981 le spinte inflazionistiche si sono accentuate sia in Canada sia in Francia. In Canada la politica di costante contenimento dell'espansione degli aggregati monetari, in atto da sei anni, si è accompagnata a progressi deludenti sul fronte dell'inflazione. Inoltre, il primo passo nel processo di adeguamento dei prezzi interni del petrolio canadese ai livelli internazionali ha rafforzato le pressioni al rialzo dei prezzi all'interno. In Francia, verso la metà dell'anno il nuovo governo ha dato avvio a un netto mutamento dell'ordine di priorità degli obiettivi di politica economica, dando maggiore importanza alla riduzione della disoccupazione. Tuttavia, il timore di un possibile riacutizzarsi dell'inflazione sulla scia del riallineamento valutario dell'ottobre 1981 nell'ambito del Sistema monetario europeo ha condotto all'adozione di un programma di contenimento dei prezzi e dei redditi, successivamente prorogato al 1982. Anche nei paesi europei a bassa inflazione – Germania, Paesi Bassi, Belgio e Svizzera – nel 1981 si è leggermente accelerata l'ascesa dei prezzi. Questi paesi hanno particolarmente risentito dell'effetto inflazionistico provocato dal forte deprezzamento delle proprie monete rispetto al dollaro nei primi sette mesi del 1981.

Variazioni dei prezzi al consumo

Paesi	Variazioni su periodi di dodici mesi terminanti nel								Tre mesi <sup>1</sup> terminanti nel	
	1972	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1982	1981	1982
	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	marzo	marzo	marzo
	in percentuale									
Stati Uniti . . . . .	3,4	12,2	4,8	9,0	13,3	12,4	8,9	6,8	2,6	0,6
Giappone . . . . .	5,3	21,9	10,4	3,5	5,8	7,1	4,3	2,8	1,4	-0,1
Germania . . . . .	6,4	5,8	3,7	2,4	5,4	5,4	6,3	5,0 <sup>2</sup>	2,1 <sup>2</sup>	0,9 <sup>2</sup>
Paesi Bassi . . . . .	7,9	10,9	8,5	3,9	4,8	6,7	7,2	6,6 <sup>2</sup>	2,4 <sup>2</sup>	2,1 <sup>2</sup>
Belgio . . . . .	6,4	15,7	7,6	3,9	5,1	7,5	8,1	8,4 <sup>2</sup>	1,4 <sup>2</sup>	1,6 <sup>2</sup>
Svizzera . . . . .	6,9	7,6	1,3	0,7	5,1	4,4	6,6	5,6 <sup>2</sup>	1,4 <sup>2</sup>	0,9 <sup>2</sup>
Regno Unito . . . . .	7,7	19,2	15,1	8,4	17,2	15,1	12,0	10,4	3,0	1,4
Italia . . . . .	7,4	25,3	21,8	11,9	19,8	21,1	17,9	15,5 <sup>2</sup>	4,7 <sup>2</sup>	3,2 <sup>2</sup>
Svezia . . . . .	6,3	11,6	9,6	7,4	9,8	14,1	9,2	8,7 <sup>2</sup>	3,1 <sup>2</sup>	2,3 <sup>2</sup>
Francia . . . . .	6,9	15,2	9,9	9,7	11,8	13,6	14,0	14,1	3,1	3,3
Canada . . . . .	5,1	12,4	5,8	8,4	9,8	11,2	12,1	11,6	3,7	3,2
Austria . . . . .	7,6	9,7	7,2	3,7	4,7	6,7	6,4	5,9	2,9	2,4
Danimarca . . . . .	7,1	15,4	13,1	7,1	11,8	10,9	12,2	10,6	3,7	2,2
Finlandia . . . . .	7,1	16,9	12,3	6,4	8,6	13,8	9,9	9,7	3,1	2,9
Grecia . . . . .	6,6	13,4	11,7	11,5	24,8	26,2	22,5	20,6	5,9	4,2
Irlanda . . . . .	8,2	20,0	20,6	7,9	16,0	18,2	23,3	18,9	6,2	2,3
Norvegia . . . . .	7,8	10,4	7,9	8,1	4,7	13,7	11,9	11,5	5,8	5,4
Spagna . . . . .	7,3	17,9	19,8	16,6	15,5	15,2	14,4	14,0	4,6	4,1
Medie ponderate dei paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera <sup>3</sup> . . . . .	5,0	13,7	7,4	7,2	11,1	11,4	9,3	7,8	2,7	1,3

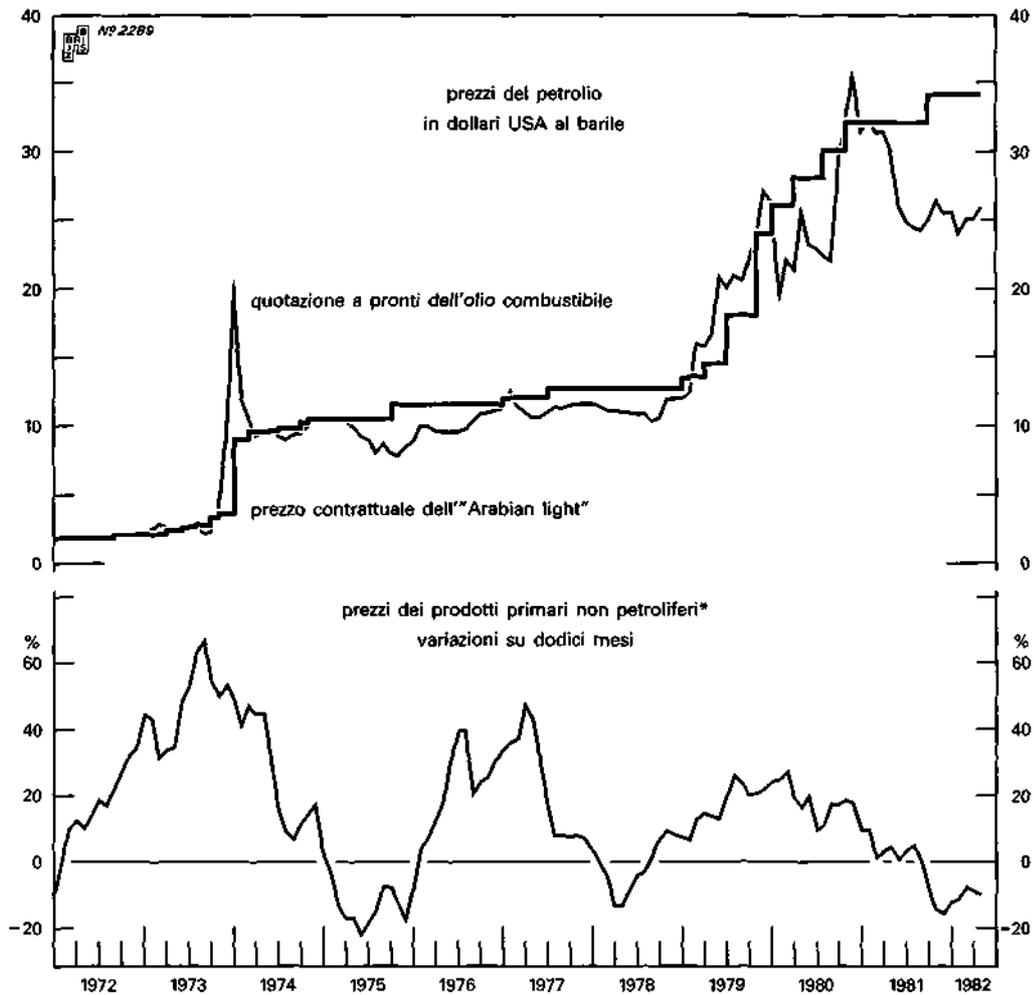
<sup>1</sup> Variazioni effettive non destagionalizzate.    <sup>2</sup> Aprile.    <sup>3</sup> Medie ponderate in funzione del PNL per il 1977.

Negli ultimi mesi dell'anno e agli inizi del 1982 si è assistito ad un'ulteriore diffusa attenuazione delle spinte inflazionistiche per l'effetto combinato della netta flessione dei prezzi del petrolio, del proseguimento di politiche di gestione della domanda generalmente restrittive e, verso la fine del 1981, della parziale inversione del precedente apprezzamento del dollaro nei confronti di altre importanti monete. In quasi tutti i paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera l'aumento dei prezzi al consumo nei primi tre mesi del 1982 è stato inferiore a quello registrato nel corrispondente periodo dello scorso anno. Il Giappone e gli Stati Uniti, in particolare, hanno continuato a segnare il più marcato rallentamento dell'inflazione; nel primo trimestre del 1982 il livello dei prezzi giapponesi è rimasto praticamente invariato.

**Ripercussioni dei prezzi delle materie prime, tassi di cambio e prezzi interni**

Gli sviluppi sui mercati mondiali delle materie prime hanno avuto un ruolo fondamentale nel determinare gli andamenti recenti dell'inflazione. L'ascesa complessiva dei tassi d'incremento dei prezzi fra il 1978 e il 1980 fu dovuta in larga parte al rapido rincaro delle materie prime durante questo periodo. Sebbene la triplicazione dei prezzi del petrolio abbia offuscato gli altri sviluppi, in pratica tutti i corsi delle materie prime hanno subito una forte crescita. Dal luglio 1978 al novembre 1980 il rincaro delle materie prime ad uso industriale, escluso il petrolio, e delle derrate alimentari (misurato dall'indicatore "Economist" espresso in DSP) è stato del 54%. Questo andamento, intervenuto in un periodo di generale esuberanza

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



\*Indicatore "Economist" espresso in DSP.

della domanda, si è invertito con il successivo ristagno dell'attività economica. Nel periodo dal novembre 1980 al dicembre 1981 i prezzi dei prodotti primari non petroliferi sono calati del 17%, annullando in termini relativi quasi un terzo del precedente incremento.

Le oscillazioni dei prezzi del petrolio sono state ancor più sensazionali. La quotazione dell'olio combustibile sul mercato a pronti, dopo essere balzata da circa \$11 al barile nel 1978 ad una punta di oltre \$35 nel 1980, è ridiscesa al disotto di \$25 agli inizi del 1982 per poi aumentare nuovamente a \$32 al barile ai primi di maggio. Grazie a riduzioni programmate della produzione, il prezzo ufficiale di un barile del greggio di riferimento dell'Arabia Saudita, che solitamente rappresenta la base di raffronto delle quotazioni dei paesi dell'OPEC, è stato mantenuto a \$34 nei primi mesi del 1982. Tuttavia, nonostante un recente rafforzamento delle quotazioni a pronti, ci si può domandare se tale ridimensionamento della produzione sarà

sufficiente a impedire un ribasso del prezzo ufficiale dell'OPEC, in considerazione dei prezzi notevolmente inferiori praticati da paesi produttori non appartenenti all'OPEC, come il Regno Unito.

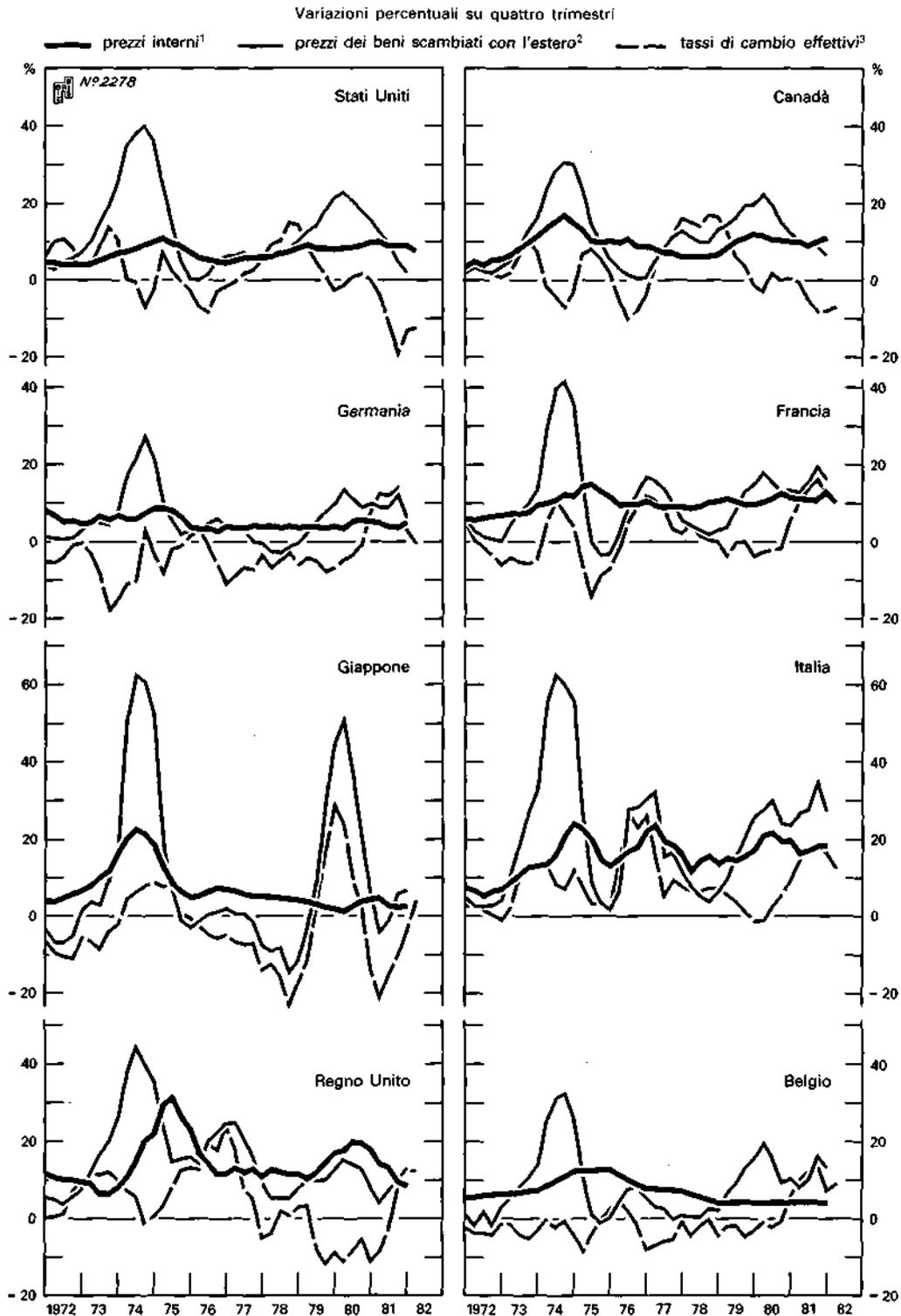
La flessione del prezzo in dollari del petrolio durante il 1981 non si è tradotta uniformemente in un ribasso dei prezzi all'importazione del petrolio espressi in moneta nazionale, a causa del forte apprezzamento del dollaro rispetto alla maggior parte delle altre monete verso la fine del 1980 e nei primi sette mesi del 1981. Durante questo periodo, per diversi paesi l'aumento di valore della moneta statunitense è stato più rapido della flessione del prezzo in dollari del petrolio, con il risultato di un rincaro del petrolio in termini di moneta nazionale.

In un'ottica di più lungo periodo, dal 1972 la sequenza temporale e l'entità del processo di trasmissione degli impulsi dei prezzi esterni nei singoli paesi sono state fortemente influenzate non solo dalle ampie oscillazioni dei prezzi delle materie prime a mercato mondiale, ma anche dai movimenti dei tassi di cambio. Il grafico a pagina 44 evidenzia la dinamica di questi impulsi in otto principali paesi industriali. Per ciascuno di essi la linea continua marcata rappresenta il tasso di variazione del livello generale dei prezzi interni, misurato dal deflatore del PIL/PNL, mentre la linea continua sottile indica il tasso di variazione dei prezzi all'interno dei beni scambiati con l'estero, misurato dalla media dei valori unitari delle esportazioni e delle importazioni di ciascun paese. Quando la linea sottile è al di sopra di quella marcata e i prezzi dei beni oggetto di interscambio aumentano più rapidamente di quelli del mercato interno, si è in presenza di pressioni inflazionistiche esogene, la cui incidenza esatta dipende dalla quota dei beni interscambiati sul prodotto totale e — specie per il periodo in esame — dal grado di dipendenza dalle importazioni di petrolio e di altre materie prime. Viceversa, se la linea sottile è al di sotto di quella marcata, i prezzi dei beni interscambiati aumentano meno rapidamente di quelli del mercato interno e il settore estero esercita una pressione al ribasso sull'evoluzione dei prezzi interni. Poiché i prezzi all'interno dei beni scambiati con l'estero dipendono sia dai prezzi in valuta estera di questi beni, sia dal tasso di cambio, le spinte al rialzo o al ribasso sul livello interno dei prezzi esercitate dal settore estero possono derivare dall'uno o dall'altro di questi fattori o da entrambi simultaneamente. La linea tratteggiata, che mostra la variazione del prezzo in moneta nazionale della valuta estera, fornisce una misura dell'impatto esercitato dai movimenti del tasso di cambio sui prezzi interni.

Nel periodo 1973-74 tutti i paesi riportati nel grafico hanno subito pressioni inflazionistiche esogene derivanti dal forte rincaro del petrolio e di altre materie prime. Tuttavia, l'intensità di queste pressioni presenta notevoli differenze da paese a paese, in parte di riflesso ai diversi gradi di dipendenza dal petrolio e da altri prodotti primari di importazione, ma a causa soprattutto dei movimenti dei tassi di cambio. In Giappone, Regno Unito, Francia e Italia, le spinte inflazionistiche sono state accentuate dai movimenti al ribasso del tasso di cambio, mentre negli Stati Uniti, in Germania, Belgio e Canada tali pressioni sono state attenuate dall'apprezzamento delle rispettive monete.

Esaminando gli sviluppi nel 1978-79, in tutti i paesi, ad eccezione del Giappone, la pressione inflazionistica esterna appare minore che nel 1973-74. Ciò si spiega principalmente con il fatto che il rincaro del petrolio e di altre materie prime è stato meno accentuato che nel primo periodo. D'altra parte, l'impatto effettivo sui

Prezzi dei beni scambiati con l'estero, prezzi interni e tassi di cambio effettivi



<sup>1</sup> Deflatore del PIL/PNL.    <sup>2</sup> Media dei valori unitari delle esportazioni e delle importazioni, in moneta nazionale.  
<sup>3</sup> Indice (inverso) del tasso di cambio effettivo.

tassi interni d'inflazione dovrebbe essere stato all'incirca dello stesso ordine di grandezza in quanto, nonostante gli sforzi per accrescere il risparmio di energia, fra i due periodi la quota del petrolio sulle importazioni e sulla domanda globale è notevolmente aumentata in termini di valore. Come già nel primo periodo, i movimenti dei tassi di cambio hanno modificato l'impatto degli incrementi dei prezzi internazionali sulle singole economie. La netta caduta dello yen nel 1979 spiega come in Giappone la spinta inflazionistica esterna in quell'anno sia stata di intensità pressoché pari a quella del 1973-74, mentre il successivo forte recupero dello yen nel 1980 ha prodotto un radicale capovolgimento della situazione. La nuova fase di debolezza dello yen nel 1981 ha determinato una nuova inversione, e il tasso d'incremento dei prezzi dei beni scambiati con l'estero è tornato a superare quello dei prezzi al consumo interni.

L'evoluzione nel Regno Unito contrasta nettamente con quella in Giappone e con gli andamenti osservati nello stesso Regno Unito durante il periodo 1973-74. La solidità della sterlina nel 1979-80 ha fatto sì che il tasso d'incremento dei prezzi dei beni scambiati con l'estero si mantenesse al disotto del ritmo di inflazione interno. Negli Stati Uniti i movimenti dei tassi di cambio dal 1978 hanno in generale contribuito a rafforzare le oscillazioni dovute alle variazioni dei prezzi internazionali delle materie prime. Mentre all'epoca del secondo shock petrolifero il dollaro era relativamente debole, esso si è fortemente apprezzato tra la fine del 1980 e la metà del 1981, periodo in cui le quotazioni delle materie prime a mercato mondiale si trovavano in fase calante. Nel 1981 il prezzo in dollari dei beni oggetto di interscambio è aumentato negli Stati Uniti di solo il 7%, contribuendo leggermente a moderare l'incremento complessivo dei prezzi al consumo. In Canada le pressioni inflazionistiche internazionali hanno presentato un profilo analogo, considerate le fluttuazioni relativamente modeste nel rapporto di cambio tra il dollaro canadese e il dollaro statunitense.

In Germania, Belgio, Francia e Italia l'esperienza del periodo successivo alla seconda crisi del petrolio presenta ampie analogie. In ciascuno di questi paesi i movimenti dei tassi di cambio, data la relativa solidità delle rispettive monete durante tutto il 1980, avevano avuto la tendenza ad attenuare le pressioni dei prezzi esterni, mentre nel primo semestre del 1981 è subentrato un forte deprezzamento nei confronti del dollaro. Di conseguenza, nel 1979 e agli inizi del 1980 tutti questi paesi hanno subito una moderata ripresa delle pressioni inflazionistiche originate dall'aumento dei prezzi internazionali delle materie prime. Vi ha fatto seguito, dopo una certa riduzione verso la fine del 1980, una nuova forte spinta dovuta alle pressioni dei tassi di cambio nel 1981. Per questi paesi il forte apprezzamento del dollaro nel 1981 ha esercitato un effetto inflazionistico che per ordine di grandezza è paragonabile a quello del secondo shock petrolifero. In altri termini, l'incremento percentuale nel valore di cambio del dollaro è stato di ampiezza analoga all'aumento percentuale del prezzo in dollari del petrolio.

### **Retribuzioni, produttività e disoccupazione**

Nel 1981 l'attenuazione delle spinte inflazionistiche nei paesi industriali ha rispecchiato il rallentamento dell'attività economica e la conseguente pressione al ribasso sui prezzi dei beni, e in particolare delle materie prime, piuttosto che una

Variazioni delle retribuzioni nominali <sup>1</sup>

Paesi	Variazioni su periodi di dodici mesi terminanti nel								Sei mesi <sup>2</sup> terminanti nel	
	1972	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1982	1981	1982
	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	feb.	feb.	feb.
	in percentuale									
Stati Uniti . . . . .	7,0	8,6	7,7	9,2	8,0	8,6	7,5	6,0 <sup>3</sup>	4,1 <sup>3</sup>	1,9 <sup>3</sup>
Giappone . . . . .	16,9	25,6	11,2	5,0	6,1	6,0	6,2	5,8	2,4	2,3
Germania . . . . .	8,3	13,6	6,6	5,6	4,8	7,6	5,1	4,4	2,8	1,9
Paesi Bassi . . . . .	12,0	17,1	8,4	5,0	4,3	4,1	4,4	6,8 <sup>4</sup>	1,0 <sup>4</sup>	3,3 <sup>4</sup>
Belgio . . . . .	15,0	25,5	9,5	6,6	8,4	10,2	10,3	.	6,8 <sup>5</sup>	6,4 <sup>5</sup>
Svizzera . . . . .	8,5	13,2	1,1	3,7	2,6	6,4	5,9	.	1,7 <sup>6</sup>	2,1 <sup>6</sup>
Regno Unito . . . . .	14,4	29,5	11,8	18,1	17,7	15,0	8,3	7,8 <sup>4</sup>	5,7 <sup>4</sup>	4,0 <sup>4</sup>
Italia . . . . .	12,1	24,0	28,9	16,1	22,6	21,6	22,9	20,5	11,0	7,8
Svezia . . . . .	11,3	13,7	11,0	6,1	8,4	11,9	6,8	7,8	7,3	4,6
Francia . . . . .	12,2	20,4	15,1	12,6	13,8	15,4	16,4	.	6,6 <sup>5</sup>	8,3 <sup>5</sup>
Canadà . . . . .	8,2	16,6	12,7	6,7	9,4	11,6	12,9	13,4 <sup>6</sup>	6,2 <sup>6</sup>	8,4 <sup>6</sup>
Medie ponderate dei paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera <sup>7</sup> . . . . .	9,5	14,8	10,0	8,9	9,1	10,0	9,2	.	4,4 <sup>6</sup>	4,0 <sup>5</sup>

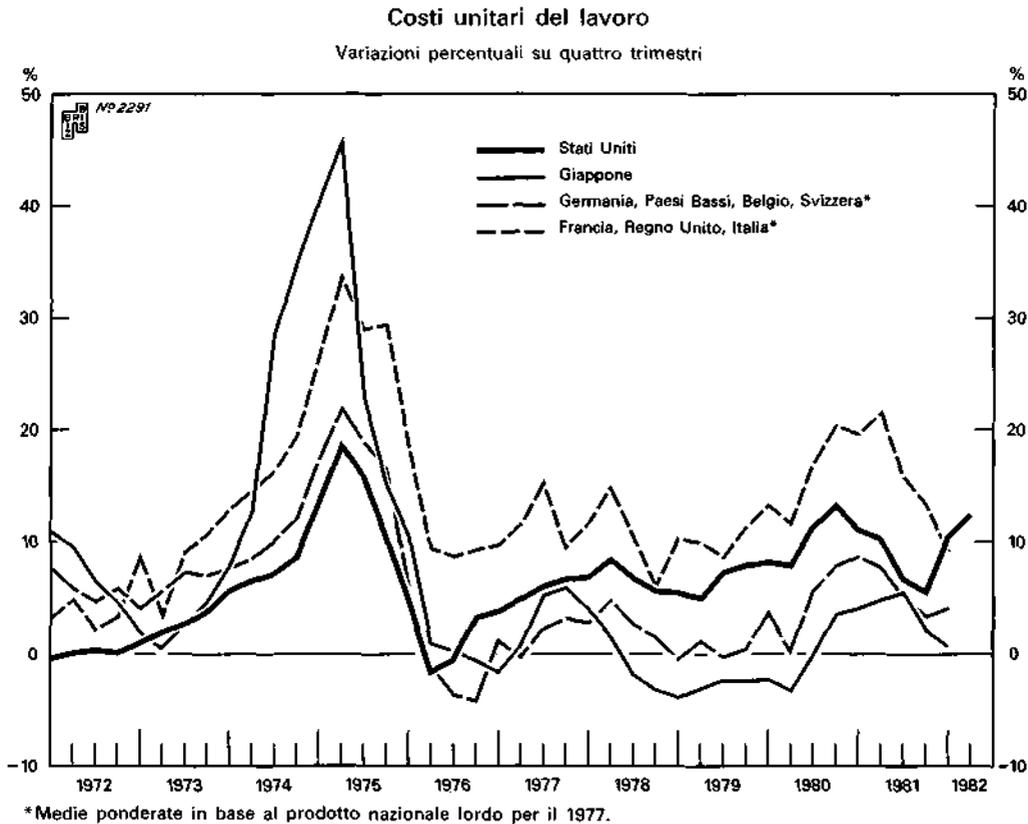
<sup>1</sup> Retribuzioni minime contrattuali per Germania, Paesi Bassi, Regno Unito, Italia e Francia; guadagni di fatto per tutti gli altri paesi. <sup>2</sup> Incrementi effettivi, non destagionalizzati. <sup>3</sup> Aprile. <sup>4</sup> Marzo. <sup>5</sup> Dicembre dell'anno precedente. <sup>6</sup> Gennaio. <sup>7</sup> Medie ponderate in base al PNL per il 1977.

diffusa decelerazione nel ritmo di crescita delle retribuzioni nominali. In effetti, nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera il tasso medio di aumento di queste ultime nel 1981 non è stato molto inferiore a quello dell'anno precedente. Solo nel Regno Unito, in Svezia e, in minor misura, in Germania si è avuta una significativa riduzione dei tassi di incremento salariale nel 1981.

La prosecuzione della tendenza calante dell'inflazione nei restanti mesi del 1982 e oltre richiederà una costante riduzione della crescita delle retribuzioni nominali. Sebbene non risulti evidente dai dati per l'insieme dell'anno, il tasso globale di aumento delle retribuzioni ha cominciato a rallentare già verso gli ultimi mesi del 1981, e in diversi paesi i rinnovi contrattuali agli inizi del 1982 pare abbiano rispecchiato l'influenza moderatrice esercitata dall'elevata disoccupazione e dalla prospettiva di ulteriori riduzioni dei posti di lavoro. Particolarmente degni di nota sono gli accordi con i quali i lavoratori del settore automobilistico e diverse altre importanti organizzazioni sindacali negli Stati Uniti hanno accettato riduzioni degli incrementi salariali programmati in contropartita di una maggiore garanzia del posto di lavoro, nonché l'accettazione, da parte del sindacato tedesco dei lavoratori metalmeccanici, di un miglioramento salariale del 4,2%, cioè leggermente inferiore all'attuale tasso d'inflazione in Germania.

Un altro fattore che consente di sperare in un allentamento delle pressioni sui prezzi nell'anno in corso è rappresentato dalla dinamica delle retribuzioni reali nel 1981. Lo scorso anno nell'area del Gruppo dei Dieci si sono avuti incrementi salariali reali superiori al 2% soltanto in Italia, Francia e Belgio, mentre in diversi altri paesi europei le retribuzioni reali sono diminuite. Le flessioni più marcate si sono registrate nei Paesi Bassi, in Svezia e nel Regno Unito. Nel primo di questi paesi, lo scorso anno l'aumento in termini nominali è stato mantenuto leggermente al disopra del 4% in presenza di un tasso d'inflazione di oltre il 7%, e in Svezia il

forte calo dell'inflazione dei prezzi al consumo ha avuto riscontro in una flessione delle retribuzioni nominali che ha comportato una diminuzione del 2% in termini reali per il secondo anno consecutivo. Anche Germania, Svizzera e Stati Uniti hanno registrato un calo delle retribuzioni reali nel 1981.



Se si raffrontano i periodi successivi al primo e al secondo shock petrolifero, il piú rigoroso indirizzo antinflazionistico assunto dalle politiche dei paesi industriali nel secondo periodo si riflette chiaramente nell'evoluzione delle retribuzioni sia nominali che reali in rapporto alla crescita della produttività. In seguito al rincaro del petrolio del 1973, la media ponderata degli incrementi retributivi nominali nell'area del Gruppo dei Dieci era salita da meno del 10% a circa il 15%, mentre dopo il 1978 le maggiorazioni non hanno superato il 10%. Questa dinamica relativamente piú contenuta delle retribuzioni è altresí evidenziata dalle variazioni dei costi unitari del lavoro calcolati depurando gli incrementi salariali nominali delle variazioni della produttività. Come mostra il grafico, i costi unitari del lavoro hanno registrato un'impennata dopo il primo shock petrolifero, raggiungendo punte massime di incremento comprese fra il 20 e il 50%. La loro crescita dopo il rincaro del petrolio del 1979 è stata molto minore, e nel 1981 essi hanno assunto un andamento generalmente decrescente. Un'eccezione di rilievo in questa recente evoluzione dei costi unitari del lavoro è rappresentata dagli Stati Uniti, dove nell'ultimo trimestre del 1981 si è registrato un aumento, in quanto la produzione è diminuita piú rapidamente dell'occupazione.

Un quadro analogo emerge dal raffronto tra l'andamento delle retribuzioni reali e quello della produttività. Per quanto concerne la dinamica delle retribuzioni reali, il contrasto tra i periodi 1974-76 e 1979-81, come si può osservare nella tabella seguente, è alquanto marcato. Nel secondo periodo considerato, gli incrementi sono stati meno diffusi che nel 1974-76 e in alcuni paesi si sono registrate mediamente flessioni. Inoltre, in quei paesi in cui le retribuzioni reali sono in media salite durante il medesimo periodo, gli incrementi sono stati sempre inferiori a quelli del 1974-76, e in alcuni casi la differenza è stata sostanziale. Per gli Stati Uniti il calo è stato analogo nei due periodi.

Nel triennio successivo a ciascuna crisi del petrolio, tutti i paesi considerati hanno registrato in media incrementi di produttività, sebbene in misura diversa nei due periodi e da paese a paese. Confrontando le variazioni delle retribuzioni reali e della produttività, l'ultima colonna della tabella indica un miglioramento dopo il secondo shock petrolifero, in quanto in tutti i paesi, ad eccezione del Regno Unito, le retribuzioni reali sono diminuite, oppure sono aumentate in misura minore degli incrementi di produttività. Poiché la flessione dei redditi nazionali reali indotta dal deterioramento delle ragioni di scambio è stata approssimativamente uguale in entrambi i periodi successivi alle due crisi del petrolio, ne consegue una più favorevole evoluzione della quota dei profitti durante il periodo 1979-81.

Retribuzioni e produttività nell'industria manifatturiera, 1974-76 e 1979-81

Paesi	Retribuzioni nominali <sup>1</sup>	Retribuzioni reali <sup>2</sup>	Produttività <sup>3</sup>	Retribuzioni reali meno produttività
	1974-76 1979-81	1974-76 1979-81	1974-76 1979-81	1974-76 1979-81
variazioni medie annue, in percentuale				
Stati Uniti . . . . .	7,3 8,4	-0,7 -0,7	1,6 1,2	-2,3 -1,9
Canada . . . . .	14,3 10,3	4,2 0,0	2,8 0,2	1,4 -0,2
Giappone . . . . .	18,2 6,0	3,6 1,2	2,6 8,3	1,0 -7,1
Germania . . . . .	9,4 5,8	3,3 0,7	4,4 2,4	-1,1 -1,7
Francia . . . . .	17,0 14,6	5,0 2,3	4,4 3,2	0,6 -0,9
Regno Unito . . . . .	23,0 15,5	3,5 2,4	1,3 1,7	2,2 0,7
Italia . . . . .	23,3 21,7	3,7 3,1	2,7 5,1	1,0 -2,0
Paesi Bassi . . . . .	13,1 4,0	2,9 -2,2	5,1 3,0	-2,2 -5,2
Svezia . . . . .	14,6 9,0	3,8 -2,1	1,4 4,7	2,4 -6,8
Belgio . . . . .	17,4 9,0	5,7 2,8	6,2 4,4	-0,5 -1,6
Svizzera . . . . .	7,6 4,8	1,2 -0,4	2,0 2,7	-0,8 -3,1

<sup>1</sup> Retribuzioni minime contrattuali per Germania, Francia, Regno Unito, Italia e Paesi Bassi; guadagni di fatto per tutti gli altri paesi. <sup>2</sup> Retribuzioni minime contrattuali/guadagni di fatto, in termini nominali, deflazionati in base all'indice dei prezzi al consumo per le famiglie. <sup>3</sup> Rettificata in base alle ore lavorate.

Mentre la dinamica dei salari è stata più moderata dopo la seconda crisi petrolifera, la situazione in termini di disoccupazione risulta uniformemente peggiore di quella successiva alla prima crisi. Vi è stato un aumento della disoccupazione in entrambi i periodi ma, dopo il rincaro del petrolio del 1979, tale aumento è iniziato, e si è mantenuto, a livelli più elevati. Nel 1981 l'aumento della disoccupazione è stato particolarmente forte in Europa, soprattutto nel Regno Unito e nei Paesi Bassi, dove i tassi medi annui hanno superato di oltre il 50% quelli del 1980. Sensibili incrementi si sono avuti anche in Belgio, Francia, Germania e Italia. In Europa l'unica eccezione a questa tendenza è rappresentata dalla Svizzera, dove la disoccupazione si è mantenuta a livelli molto bassi. Anche negli altri paesi del Gruppo dei Dieci nel complesso la situazione della disoccupazione è peggiorata lo scorso anno, sebbene in misura minore che in Europa. In particolare, in Giappone la disoccupazione è rimasta su livelli modesti, mentre in Canada e negli Stati Uniti il livello medio nel 1981 è stato solo di poco superiore a quello registrato nel 1980. L'incremento della disoccupazione nel corso del 1981 è rispecchiato dai più alti tassi registrati alla fine dell'anno in tutti i paesi rispetto ai valori medi per il 1980 e 1981. La tendenza ascendente è proseguita nei primi mesi del 1982.

#### Disoccupazione

Paesi	1972	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1981 dic.	1982 marzo
	medie annue in percentuale delle forze di lavoro								
Stati Uniti . . . . .	5,6	5,6	7,7	6,1	5,8	7,2	7,6	8,8	9,0
Canada . . . . .	6,3	5,4	7,1	8,4	7,5	7,5	7,6	8,5	9,0
Giappone . . . . .	1,4	1,4	2,0	2,2	2,1	2,0	2,2	2,2	2,3
Germania . . . . .	1,1	2,7	4,6	4,3	3,8	3,8	5,5	6,7	7,1
Francia . . . . .	1,8	2,3	4,3	5,3	6,0	6,4	7,8	8,8	11,8
Regno Unito . . . . .	3,7	2,6	5,3	5,7	5,4	6,8	10,5	11,5	9,0
Italia . . . . .	6,4	5,4	6,7	7,2	7,7	7,6	8,4	9,1 <sup>1</sup>	9,3 <sup>1</sup>
Paesi Bassi . . . . .	2,8	3,3	5,5	5,0	5,1	5,8	8,9	10,5	11,0
Svezia . . . . .	2,7	2,0	1,6	2,2	2,1	2,0	2,5	3,2	3,0
Belgio . . . . .	2,2	2,7	5,7	7,0	7,2	7,9	9,4	10,2 <sup>1</sup>	10,9 <sup>1</sup>
Svizzera . . . . .	0,0	0,0	0,7	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Totale paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera . . . . .	3,5	3,5	5,2	5,1	5,0	5,7	6,6	7,3	7,5

<sup>1</sup> Dati non stagionalizzati.    <sup>2</sup> Prima settimana di gennaio.

#### Il nesso tra inflazione e disoccupazione

Nell'ultimo decennio quasi tutti i paesi industriali hanno sperimentato un contestuale aumento dell'inflazione e della disoccupazione. Parrebbe dunque che la relazione inversa tra inflazione e disoccupazione, riscontrabile sino alla fine degli anni sessanta, si sia attenuata o abbia addirittura cessato di esistere. Di conseguenza, si è sviluppato un ampio dibattito sulla persistenza di una simile situazione e sulla possibilità di individuare un nuovo nesso tra inflazione e disoccupazione. Vi è attualmente la diffusa convinzione che nelle presenti circostanze i tentativi di ridurre la disoccupazione mediante il ricorso a politiche di reflazione della domanda

produrrebbero solo risultati temporanei, mentre nel lungo periodo tali politiche potrebbero provocare un aumento sia dell'inflazione sia della disoccupazione. Invero, le politiche attuali sono basate sull'assunto che energiche misure antinflazionistiche, pur provocando all'inizio un ulteriore aumento della disoccupazione, siano necessarie al fine di assicurare una stabile crescita economica di lungo periodo e, quindi, piú alti livelli di occupazione. In altre parole, mentre si ammette una correlazione negativa nel periodo iniziale di transizione, si ritiene che a piú lungo termine una minore inflazione sia il presupposto per un calo della disoccupazione.

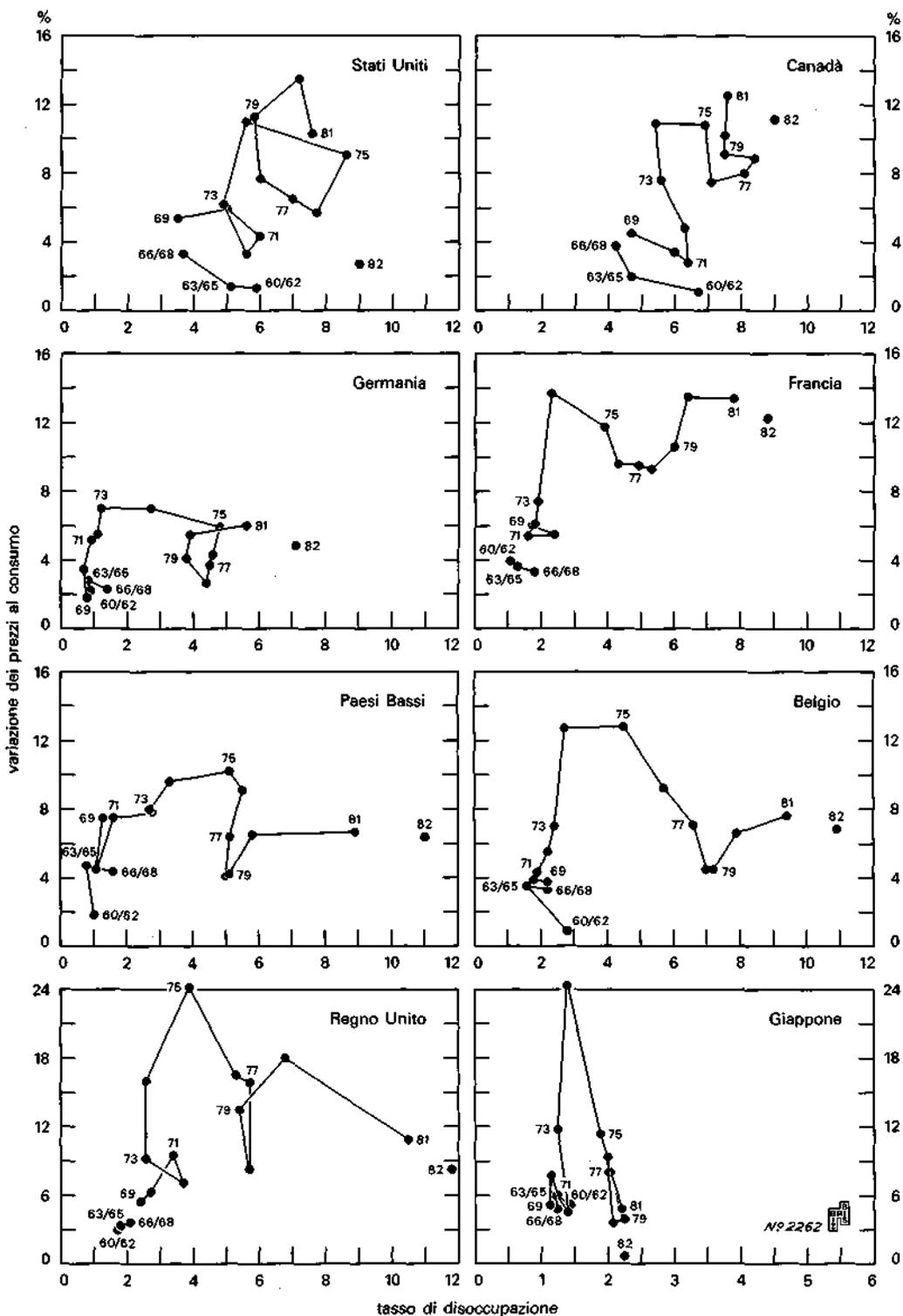
Nel 1972 la media ponderata dell'incremento dei prezzi al consumo nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera era del 4,5%, in presenza di una disoccupazione che ammontava a 9,4 milioni di unità, cioè al 3,5% delle forze di lavoro. Da allora la relazione inflazione-disoccupazione ha risentito fortemente di shock dal lato dell'"offerta", il cui impatto può essere suddiviso in tre fasi durante le quali i tassi d'inflazione e di disoccupazione si sono mossi in parallelo: dapprima verso l'alto, poi verso il basso e infine nuovamente in senso ascendente. Il grafico seguente illustra gli sviluppi nei singoli paesi durante queste fasi.

Fra il 1972 e il 1975 l'impennata dei prezzi del petrolio sommatasi alle esistenti tensioni inflazionistiche provocò una recessione mondiale e un drastico deterioramento della configurazione inflazione-disoccupazione. Durante questo periodo, in tutti i paesi, ad eccezione della Svizzera, si ebbe un aumento dell'inflazione, la quale raggiunse un tasso medio del 13% nel 1974, per poi calare al 10,5% un anno dopo. Anche la disoccupazione segnò un brusco peggioramento, tranne che in Italia e in Svezia, raggiungendo i 14 milioni di unità ossia il 5,3% delle forze di lavoro nel 1975.

Nel successivo triennio i livelli medi dell'inflazione e della disoccupazione segnarono nel complesso un miglioramento con il procedere dell'aggiustamento al rincaro del petrolio e con la diminuzione delle eccedenze esterne dei paesi petroliferi. Nell'area dei paesi del Gruppo dei Dieci l'inflazione scese nel 1978, portandosi ad un tasso medio del 6,7% e la disoccupazione, pur rimanendo al livello del 1975 in termini assoluti, si ridusse al 5,1% delle forze di lavoro. Tuttavia, questa riduzione del tasso di disoccupazione globale fu interamente dovuta alla forte flessione registrata negli Stati Uniti e a quella, piú modesta, avutasi in Germania. Gli altri paesi – ad esclusione dei Paesi Bassi, dove la disoccupazione è rimasta invariata, e della Svezia, dove l'inflazione è leggermente aumentata – hanno conseguito riduzioni dell'inflazione a prezzo di un aumento della disoccupazione.

Infine, dopo il 1978 un ulteriore, generale deterioramento della configurazione inflazione-disoccupazione fu provocato dal secondo shock petrolifero. Nella generalità dei paesi i tassi d'inflazione nel 1981 superavano i livelli di tre anni prima; per i paesi del Gruppo dei Dieci la media ponderata si situava al 10% rispetto al 12% nel 1980. La disoccupazione a sua volta è salita nel 1981 ad un livello medio di 18,8 milioni di unità (corrispondente al 6,6% delle forze di lavoro) e addirittura a 21 milioni alla fine dell'anno. Tuttavia, nel corso del 1981 e agli inizi del 1982 l'effetto combinato della recessione e di risolte politiche antinflazionistiche ha condotto nuovamente ad una piú elevata disoccupazione, peraltro associata ad una flessione dei tassi d'inflazione.

Inflazione e disoccupazione, 1960-82\*



\*Valori medi per i periodi indicati; per il 1982 la disoccupazione corrisponde al dato di marzo e l'inflazione al tasso rapportato all'anno del periodo di sei mesi terminante in marzo.

Considerando il periodo dal 1972 al 1981 nel suo complesso, la relazione inflazione-disoccupazione ha subito un marcato deterioramento in tutti i paesi ad eccezione della Svizzera. Nei Paesi Bassi l'inflazione nel 1981 era inferiore a quella del 1972, ma a prezzo di una disoccupazione molto più elevata, mentre un andamento opposto si riscontrava in Svezia, dove il tasso di crescita dei prezzi si è raddoppiato allorché la disoccupazione è stata mantenuta a livelli considerevolmente bassi. Durante questo periodo in tutti gli altri paesi del Gruppo dei Dieci sono aumentate, in misura maggiore o minore, sia l'inflazione sia la disoccupazione.

La spiegazione di questo deterioramento di lungo periodo si basa su una combinazione di tre fattori. Anzitutto, le perturbazioni esterne in forma di incrementi "esogeni" dei prezzi del petrolio e di altre materie prime hanno contribuito, attraverso sfavorevoli variazioni delle ragioni di scambio, a provocare incrementi più o meno concomitanti dell'inflazione e della disoccupazione. In secondo luogo, una vigorosa espansione delle forze di lavoro, derivante principalmente da specifici fattori demografici abbinati ad una flessione nel tasso di crescita dell'occupazione, ha creato dal 1973 una situazione pressoché permanente di eccesso nell'offerta di lavoro. Tuttavia, questi sviluppi non avrebbero di per sé provocato un aumento così ampio della disoccupazione se i mercati del lavoro avessero reagito in maniera più flessibile. Ne consegue che una terza causa della più sfavorevole relazione tra inflazione e disoccupazione va individuata nell'esistenza di rigidità nel processo di formazione dei salari e dei prezzi e nel funzionamento dei mercati del lavoro. Questi fattori hanno contribuito sia all'irriducibilità dell'inflazione in un periodo di crescente disoccupazione sia, ostacolando l'aggiustamento alla sottrazione di reddito nazionale reale provocata dagli shock esterni, alla crescita della disoccupazione stessa. Questi vari aspetti dell'evoluzione del mercato del lavoro nei paesi del Gruppo dei Dieci verranno esaminati nei due successivi paragrafi e le implicazioni di politica economica nella parte finale del capitolo.

### **Occupazione e crescita delle forze di lavoro**

La costante e sostenuta crescita delle forze di lavoro negli anni recenti è dipesa dalla concomitanza di tendenze demografiche, comportanti un aumento della popolazione in età di lavoro, e di più elevati tassi di partecipazione. La consistenza della popolazione in età lavorativa è stata fortemente accresciuta dalla casuale concomitanza di due fattori indipendenti. Mentre l'uscita di forze di lavoro dovuta al raggiungimento dell'età di pensionamento è risultata insolitamente bassa, l'ingresso di nuove leve nella classe di età più giovane è stato considerevole a causa degli elevati tassi di natalità agli inizi degli anni sessanta.

Buona parte della crescita di lungo periodo nei tassi di partecipazione (definiti come quota percentuale delle forze di lavoro sul totale della popolazione per ciascuna classe di età) è il risultato dell'aumentata quota delle donne sull'occupazione totale, riconducibile ad una crescente accettazione sociale del lavoro femminile, ad una minore discriminazione retributiva e - in virtù della relativa espansione del settore dei servizi - a maggiori possibilità d'impiego. Per contro, i tassi di partecipazione sono fortemente calati relativamente alle classi di età più anziane e più giovani. I sistemi di pensionamento anticipato, le elevate

prestazioni sociali abbinate a modesti sacrifici finanziari, in aggiunta alle ridotte possibilità di ottenere un nuovo impiego, sono i fattori determinanti della flessione dei tassi di partecipazione nella classe di età prossima al pensionamento. Sebbene questa riduzione contribuisca a controbilanciare in parte l'aumento della popolazione in età lavorativa appartenente a questa classe di età, l'effetto combinato è pur sempre quello di una maggiore offerta netta di lavoro all'interno di questa stessa classe. I più bassi tassi di partecipazione tra i giovani riflettono parzialmente una tendenza di lungo periodo verso una prolungata istruzione scolastica, ma probabilmente risentono anche del rapido aumento della disoccupazione, accresciutasi rapidamente dal 1978 fra le classi di età inferiore. Ciò, a sua volta, può essere imputato all'alto costo dell'impiego di manodopera giovanile. Ne consegue che un rilancio della domanda di lavoro in questa fascia di età può essere conseguito diminuendo il costo dell'impiego dei giovani mediante adeguamenti dei sussidi ai datori di lavoro o delle retribuzioni, ivi comprese modifiche dei salari minimi contrattuali.

Prima del 1973 l'aumento dell'occupazione era proceduto parallelamente alla crescita delle forze di lavoro sia in termini aggregati sia a livello di singoli paesi. Per contro, sulla scia delle due crisi petrolifere si è avuta una generale forte diminuzione dei tassi di crescita dell'occupazione, e ciò ha contribuito alla situazione di eccesso

Forze di lavoro e occupazione

Paesi		1957-73	1974-77	1978-81	1978	1979	1980	1981
		variazioni percentuali in ragione annua						
Stati Uniti	Forze di lavoro . . . . .	1,8	2,4	2,3	3,1	2,5	1,8	1,6
	Occupazione . . . . .	1,7	1,8	2,1	4,2	2,7	0,3	1,1
Canada	Forze di lavoro . . . . .	2,8	3,1	3,1	3,7	3,0	2,8	2,7
	Occupazione . . . . .	2,7	2,4	3,2	3,4	4,0	2,8	2,6
Giappone	Forze di lavoro . . . . .	1,3	0,6	1,1	1,5	1,2	1,0	1,0
	Occupazione . . . . .	1,3	0,4	1,1	1,2	1,3	1,0	0,8
Germania	Forze di lavoro . . . . .	0,1	-0,9	0,8	0,6	0,9	0,9	0,6
	Occupazione . . . . .	0,2	-1,7	0,6	0,8	1,4	0,9	-0,9
Francia	Forze di lavoro . . . . .	0,7	0,8	0,6	0,9	0,7	0,6	0,3
	Occupazione . . . . .	0,6	-0,3	-0,2	0,4	-0,1	0,2	-1,2
Regno Unito	Forze di lavoro . . . . .	0,3	0,8	-0,2	0,5	0,1	-0,4	-1,1
	Occupazione . . . . .	0,2	-0,1	-1,5	0,5	0,6	-1,7	-5,4
Italia	Forze di lavoro . . . . .	-0,3	1,4	1,3	0,6	1,7	1,3	1,4
	Occupazione . . . . .	-0,3	1,1	0,9	0,5	1,2	1,4	0,5
Paesi Bassi	Forze di lavoro . . . . .	1,0	0,4	0,9	0,4	0,9	1,2	1,0
	Occupazione . . . . .	0,9	-0,1	-0,1	0,5	0,9	0,4	-1,9
Svezia	Forze di lavoro . . . . .	0,8	1,2	0,9	0,8	1,4	1,2	0,3
	Occupazione . . . . .	0,8	1,4	0,8	0,4	1,6	1,2	-0,2
Belgio	Forze di lavoro . . . . .	0,4	0,9	0,6	0,6	1,4	0,4	0,3
	Occupazione . . . . .	0,4	-0,2	-0,2	0,0	1,2	-0,4	-1,6
Svizzera	Forze di lavoro . . . . .	1,7	-2,2	1,4	0,5	0,7	1,6	2,6
	Occupazione . . . . .	1,7	-2,3	1,5	0,6	0,8	1,7	2,7
Totale paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera	Forze di lavoro . . . . .	1,2	1,3	1,5	2,0	1,7	1,3	1,1
	Occupazione . . . . .	1,2	0,8	1,2	2,3	1,8	0,5	0,2

di offerta sui mercati del lavoro dei paesi del Gruppo dei Dieci pressoché costante fin dal 1973. Si riscontrano peraltro differenze tra i singoli paesi; in particolare, tra il 1973 e il 1977 i piú rapidi tassi di crescita sono quelli rilevati negli Stati Uniti e in Canadá, mentre durante questo stesso periodo sia l'occupazione sia le forze di lavoro sono diminuite in Germania e in Svizzera. Solo in Svezia l'occupazione è cresciuta piú rapidamente delle forze di lavoro, in quanto le autorità hanno introdotto diversi provvedimenti diretti a creare posti di lavoro.

Dal 1977 la dinamica delle forze di lavoro e dell'occupazione si è notevolmente discostata da quella del periodo precedente. Dopo un'espansione assai sostenuta nel biennio 1978-79 - prevalentemente attribuibile ad un cospicuo aumento della domanda di lavoro negli Stati Uniti e in Canadá - i tassi di crescita dell'occupazione sono fortemente calati fino al 1981, anno in cui non vi è stato praticamente nessun aumento. Inoltre, sotto l'influsso del costante incremento della disoccupazione, l'espansione delle forze di lavoro si è notevolmente rallentata nell'ultimo biennio, poiché molti lavoratori potenziali - specie tra le donne e le classi di età piú elevata - sono usciti dal mercato del lavoro. Il livello considerevolmente piú basso dei tassi di aumento delle forze di lavoro in alcuni paesi, e la flessione assoluta nel Regno Unito nel 1980-81, dimostrano l'intensità di questi fattori. Di conseguenza, questo aumento della disoccupazione "nascosta" implica una sottovalutazione del vero livello della disoccupazione.

All'interno di questo quadro complessivo vi sono inoltre differenze tra l'evoluzione nei paesi europei del Gruppo dei Dieci e quella riscontrata negli Stati Uniti, in Canadá e in Giappone. In questi due ultimi paesi, in particolare, è rilevabile un'ampia concordanza tra i ritmi di crescita dell'occupazione e delle forze di lavoro; negli Stati Uniti il tasso di aumento delle forze di lavoro ha cominciato a superare quello dell'occupazione solo dopo il 1979. Per contro, in Europa lo squilibrio si è andato accumulando dal 1979 ed ha assunto proporzioni considerevoli durante il 1981. Lo scorso anno l'occupazione è praticamente diminuita in tutti i paesi europei, ad esclusione dell'Italia e della Svizzera; tuttavia nel caso della Germania si è trattato del primo anno, nel periodo piú recente, in cui la crescita delle forze di lavoro ha superato quella dell'occupazione. La Svizzera è l'unico paese in cui lo scorso anno è stato mantenuto un sostanziale equilibrio tra i due lati del mercato del lavoro, con un sensibile aumento sia delle forze di lavoro sia dell'occupazione, mentre in Belgio, Francia e Regno Unito il livello medio dell'occupazione nel 1981 è risultato persino inferiore a quello registrato nel 1977. In particolare, nel Regno Unito l'occupazione nel 1981 era inferiore del 6% rispetto a quattro anni prima e del 7% rispetto al 1979.

### **Le rigidità nel mercato del lavoro**

Gli altri principali fattori responsabili del simultaneo aumento dell'inflazione e della disoccupazione dagli inizi degli anni settanta sono costituiti dalle rigidità nel processo di formazione dei salari e dei prezzi e nel funzionamento dei mercati del lavoro. Tra queste rigidità la piú importante è derivata dalla difficoltà di conseguire un adeguato aggiustamento dei redditi nominali e reali all'indomani delle crisi petrolifere del 1973 e, in minor misura, del 1979-80. In tali circostanze, l'azione volta a salvaguardare, o talora persino a migliorare il tenore di vita ha

inevitabilmente comportato una contrazione nel numero complessivo degli occupati. In alcuni paesi, questa rigidità dei salari e degli stipendi ha assunto la forma di sistemi istituzionali di indicizzazione, mentre in altri la capacità delle organizzazioni sindacali di negoziare aumenti retributivi ha condotto ad una indicizzazione di fatto, ostacolando l'aggiustamento agli shock dei prezzi esterni. Queste tendenze sono state rafforzate da aspettative inflazionistiche profondamente radicate e, fino ad epoca recente, dalla convinzione che in generale le autorità avrebbero assecondato gli incrementi delle retribuzioni con politiche fiscali e monetarie espansive.

Un ulteriore elemento che ha esercitato una spinta al rialzo sul costo del lavoro, influenzando negativamente la redditività delle imprese, è stata l'evoluzione dei costi di lavoro extra-salariali. In alcuni paesi europei essi rappresentano oggi il 50% circa del costo complessivo del lavoro e il loro aumento in rapporto alle retribuzioni per il lavoro prestato è stato praticamente generale negli anni recenti. Questa evoluzione è attribuibile in parte all'ottenimento di benefici accessori (Nord America) e in parte ad un aumento dei contributi sociali a carico dei datori di lavoro, a sua volta connesso con il forte incremento della disoccupazione. Oltre ad aggravare l'inflazione e a ridurre la quota dei profitti, l'aumento dei costi di lavoro extra-salariali pare avere anche influito sulla distribuzione dell'occupazione e della disoccupazione, poiché la loro stessa ampiezza, congiuntamente ai massimali sui contributi sociali, tende a discriminare a sfavore dei lavoratori a bassa retribuzione e incoraggia la doppia occupazione o il mercato irregolare del lavoro. Di conseguenza, è possibile che sia diminuito il grado di contenimento della dinamica salariale in relazione ad un dato tasso di disoccupazione. Riconoscendo questi possibili effetti avversi, alcuni paesi (da ultimo il Regno Unito) hanno preso iniziative per ridurre il livello dei costi extra-salariali del lavoro, riducendo la tassazione a carico dei datori di lavoro. Inoltre, gli accordi conclusi di recente negli Stati Uniti contemplano riduzioni dei benefici accessori.

Vi sono stati altri fattori nel funzionamento del mercato del lavoro che hanno avuto la tendenza ad aumentare il livello della disoccupazione per un dato livello di pressione della domanda o di inflazione. Anzitutto, in molti paesi i maggiori sussidi di disoccupazione hanno effettivamente prolungato il periodo che il lavoratore disoccupato può impiegare per la ricerca di un nuovo posto di lavoro. Ciò accresce la componente frizionale della disoccupazione, sebbene nel più lungo periodo possa anche contribuire ad una maggiore rispondenza tra qualificazione professionale e requisiti richiesti per il posto di lavoro. In secondo luogo, gli elevati sussidi di disoccupazione insieme ai minimi contrattuali tendono ad aumentare la soglia di accettabilità di un impiego, contribuendo ad accrescere le rigidità verso il basso delle retribuzioni reali e a ridurre le prospettive di occupazione, specie per i giovani. Nonostante le difficoltà di attuare riforme in questo campo — che dovrebbero essere comunque coordinate con altri provvedimenti di carattere sociale — recentemente alcuni paesi hanno preso iniziative per attenuare taluni effetti della non-occupazione; ad esempio, nel Regno Unito è stato diminuito il rapporto fra le indennità di disoccupazione e le retribuzioni medie, e in alcuni paesi sono stati ridotti i salari minimi contrattuali applicati per l'assunzione di giovani. In terzo luogo, la flessibilità del mercato del lavoro è stata attenuata dalla graduale diminuzione della mobilità sia occupazionale — per effetto del sempre più elevato grado di qualificazione professionale richiesto oggi per molti tipi di mansioni — sia

geografica, a causa del crescente numero di famiglie in cui entrambi i coniugi occupano un posto di lavoro. Infine, l'effetto combinato del sistema di tassazione-sussidi, nel senso di una distorsione dei prezzi relativi dei fattori, e delle limitazioni all'aggiustamento dei salari reali può aver indotto a favorire gli investimenti comportanti risparmio di manodopera, nonostante l'esistenza di un cospicuo eccesso di offerta di lavoro.

La maggior parte di queste rigidità si è probabilmente sviluppata durante gli anni sessanta e agli inizi degli anni settanta, per effetto di fattori istituzionali, di mutamenti di politica economica e del rafforzarsi di rivendicazioni in termini di reddito reale. In quel periodo, la rapida crescita della produzione e un favorevole andamento dei prezzi esterni consentirono di "assorbire" le crescenti rigidità con relativa facilità. Tuttavia, in una situazione caratterizzata da forti variazioni sfavorevoli dei prezzi esterni, queste rigidità, sebbene non più pronunciate che in passato, assumono un peso diverso e pregiudicano gravemente la capacità di aggiustamento dei paesi.

#### **L'eliminazione dell'inflazione: il fine giustifica i costi?**

All'indomani del secondo shock petrolifero, non vi furono praticamente dubbi che il controllo dell'inflazione dovesse costituire la fondamentale priorità di politica economica nei paesi industriali. Nel perseguire tale obiettivo le autorità nazionali erano persuase che non vi fosse incompatibilità nel lungo periodo tra riduzione dell'inflazione e aumento dell'occupazione. In effetti, alla stessa stregua in cui la relazione tra inflazione e disoccupazione si era andata deteriorando dalla fine degli anni sessanta, si riteneva che sarebbe stato possibile ricondurre questa relazione al suo punto di partenza attraverso un risoluto e credibile orientamento antinflazionistico. Alcuni paesi, ed in particolare quelli dell'Europa occidentale continentale, giudicarono necessaria a questo scopo un'appropriata combinazione di politiche monetaria, fiscale e dei redditi. Altri paesi, segnatamente il Regno Unito e gli Stati Uniti, erano orientati a fare maggiore affidamento su una stretta monetaria e sulle forze di mercato, pur confidando al tempo stesso nel fatto che gli operatori economici avrebbero adattato le loro aspettative nello stesso senso, accelerando così l'adeguamento dei prezzi e dei salari.

Tuttavia, nel corso dell'anno passato pare essersi incrinata l'unanimità di intenti per quanto concerne il controllo dell'inflazione, in quanto alcuni governi hanno cominciato a nutrire crescenti preoccupazioni per l'allarmante aumento della disoccupazione. Sembra quindi opportuno a questo punto riconsiderare se i benefici in termini di minore inflazione superino i costi per il conseguimento di questo obiettivo. Si pone anche il quesito se, e in che misura, la riduzione della disoccupazione abbia integrato, o addirittura sostituito, il controllo dell'inflazione come principale obiettivo di politica economica nei singoli paesi.

L'essenza del dilemma di fronte al quale sono posti i governi è semplice. I costi sostenuti durante il processo di aggiustamento interno sono di breve periodo e immediatamente percepibili. Per contro, i vantaggi del controllo dell'inflazione — o alternativamente i costi di una perdurante inflazione — sono ripartiti nel lungo periodo e possono apparire più incerti.

Durante il 1981 in un certo numero di paesi è divenuto palese che i costi derivanti dalla lotta all'inflazione, specie allorché viene fatto eccessivo affidamento sulla restrizione monetaria, sono più elevati e al tempo stesso destinati a protrarsi più a lungo di quanto era stato previsto. Essi sono più elevati nel senso che gran parte del necessario ridimensionamento della crescita dei redditi nominali è finora avvenuta in termini reali e di conseguenza la disoccupazione è aumentata decisamente.

I costi politici di un rallentamento dell'attività economica sono probabilmente destinati ad aumentare con il protrarsi della fase recessiva. Per questa ragione, e in considerazione della stretta interdipendenza delle economie nazionali, riveste grande importanza l'accettazione del fatto che il processo di aggiustamento non sarà presumibilmente di breve durata. L'esperienza del 1981, in particolare, induce a rifiutare la tesi secondo cui il regresso dell'inflazione — a condizione che le finalità restrittive delle autorità monetarie siano esplicitamente dichiarate e coerentemente perseguite — possa essere conseguito in breve tempo e con modesti sacrifici. Pertanto, l'assunto su cui si impernia la teoria delle aspettative razionali — e cioè che sia possibile conseguire rapidamente una durevole e stabile riduzione dell'inflazione senza un significativo deterioramento dell'attività economica — appare per ora in contraddizione con l'esperienza dei fatti.

Nella fase di aggiustamento seguita al secondo shock petrolifero, la disoccupazione è stata più indocile per due importanti ragioni. Anzitutto, come già descritto in questo capitolo, è risultato inizialmente difficile — nonostante il ristagno della domanda — conseguire generali adeguamenti delle retribuzioni reali, poiché talune categorie di lavoratori hanno continuato a rivendicare incrementi dei salari monetari pari o addirittura superiori al tasso d'inflazione. Peraltro, tenuto conto che le aspettative di inflazione si sono consolidate in oltre quindici anni di politiche monetarie e fiscali più o meno accomodanti, qualsiasi speranza di un rapido capovolgimento delle attese era indubbiamente troppo ottimistica. D'altra parte, non vanno però sottovalutati i recenti e numerosi segni di cambiamento. In molte industrie, soprattutto in quelle duramente colpite dalla debolezza della domanda e dalla crescente concorrenza estera, i sindacati hanno mostrato una crescente preoccupazione per la sicurezza dei posti di lavoro, e una disponibilità a concessioni in materia di rivendicazioni salariali.

In secondo luogo, come si è analizzato nel Capitolo II, la discordanza tra le politiche monetaria e fiscale, specie negli Stati Uniti, ha contribuito al mantenimento di alti tassi d'interesse reali. Ciò a sua volta ha accentuato la recessione nel settore privato, ed ha alimentato le aspettative del mercato di un abbandono della lotta all'inflazione da parte delle autorità in un futuro non troppo lontano. Una significativa riduzione degli alti tassi d'interesse, che nel breve periodo aggravano le pressioni inflazionistiche dal lato dei costi, sarà possibile solo quando le aspettative inflazionistiche cominceranno ad essere estirpate dall'economia. Data la lunga serie di politiche "stop-go" in un contesto di inflazione crescente, è poco probabile che un simile risultato possa essere conseguito in breve tempo.

In questo quadro generale d'incompleto aggiustamento interno al secondo shock petrolifero, un'importante eccezione è rappresentata dal Giappone. In questo paese l'inflazione, dopo essere salita al 7,1% nel 1980, è successivamente calata al 4,3% nel 1981. Questo risultato è stato determinato in ampia misura dall'influsso

che l'esperienza della severa recessione del 1974-75 ha esercitato sulle contrattazioni salariali. La conseguente collaborazione tra le parti sociali, data la necessità di un indirizzo restrittivo della politica economica, si è incentrata sull'aspetto "reale", anziché nominale, dei salari e dei profitti, consentendo in tal modo di mantenere una costante espansione dell'occupazione, del reddito reale e delle esportazioni. Di conseguenza, le spinte inflazionistiche endogene sono state modeste e il tasso di disoccupazione, di per sé basso, è aumentato solo marginalmente, nonostante la forte decelerazione del reddito reale disponibile e della domanda interna.

Alcuni paesi europei hanno parimenti conseguito buoni risultati in termini di adattamento della dinamica dei salari alle esigenze più generali dell'economia. In particolare, Germania, Austria e Svizzera - in virtù della moderazione delle parti sociali nelle contrattazioni salariali - nell'arco di più anni hanno conseguito risultati grazie ai quali è stato possibile un graduale aggiustamento dei redditi reali. Il fatto che lo scorso anno in Germania, in particolare, la disoccupazione sia fortemente aumentata va probabilmente attribuito ad altri fattori - quali la debole domanda e gli alti tassi d'interesse indotti da influssi esterni e da un elevato deficit del settore pubblico - piuttosto che alla dinamica delle retribuzioni in quanto tale.

Nondimeno, considerando gli ingenti costi che la maggior parte dei paesi industriali ha sostenuto per la lotta all'inflazione, è opportuno ancora una volta chiedersi perché questo male sia di per sé così grave da indurre i governi ad imporre alle proprie economie siffatti costi di aggiustamento. I costi dell'inflazione possono essere raggruppati in tre categorie. Anzitutto, in periodo di inflazione l'efficienza dell'economia è pregiudicata dalla difficoltà di interpretare i segnali rappresentati dai prezzi sul mercato. Infatti, può risultare difficile distinguere le variazioni nei prezzi relativi che richiedono una riallocazione delle risorse, dagli incrementi assoluti nel livello generale dei prezzi. Ne può derivare una dannosa distorsione nell'allocazione delle risorse. Inoltre, ciò produrrà effetti anche sul piano internazionale, influenzando le decisioni concernenti gli scambi commerciali e gli investimenti all'estero.

Una seconda serie di elementi a carico dell'inflazione attiene alla sfera micro-economica. L'inflazione penalizza arbitrariamente i percettori di reddito fisso e - ove non sia stata pienamente "scontata" - i creditori, a vantaggio dei percettori di redditi indicizzati al tasso d'inflazione e dei mutuatari i cui debiti siano espressi in termini nominali, soprattutto se gli esborsi in conto interessi possono essere dedotti ai fini fiscali. Anche in un più ampio contesto sociale, l'inflazione esercita ulteriori effetti deleteri a livello micro-economico. In un mondo in cui lo *status* in termini di reddito relativo ha assunto in pratica un'importanza pari al reddito assoluto, gli alti e variabili tassi d'inflazione tendono a contrapporre i singoli soggetti economici, i sindacati, i settori, e persino i paesi in una lotta per mantenere o migliorare le "posizioni relative". In questa corsa sostanzialmente improduttiva al miglioramento dei redditi nominali si disperdono tempo ed energie. Pertanto, l'inflazione è diventata un problema non solo di spirale salari-prezzi, ma anche di spirale "salarisalari" e di spirale "imposte-salari".

Infine, gli alti tassi d'inflazione tendono ad associarsi ad una maggiore variabilità e dispersione dei tassi d'incremento dei salari e dei prezzi. Nell'ambito dei singoli paesi, le ampie oscillazioni dei tassi d'inflazione annui alimentano un

clima d'incertezza che danneggia gli investimenti e le future prospettive di sviluppo, specie se si ritiene che tali tendenze inflazionistiche siano insostenibili nel piú lungo periodo. A livello internazionale, una maggiore dispersione dei tassi d'inflazione provoca pressioni sui tassi d'interesse e sui cambi, e queste a loro volta influenzano negativamente la propensione all'investimento e lo sviluppo reale. Per contro, una riduzione del tasso d'inflazione medio per i paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera diminuirebbe probabilmente la dispersione dei tassi d'inflazione tra i vari paesi. Ciò favorirebbe un assetto di tassi di cambio piú stabili per un lungo periodo di tempo, che a sua volta contribuirebbe alla crescita del commercio mondiale e dell'occupazione.

Pertanto, malgrado gli ingenti costi di transizione che la lotta all'inflazione comporta, l'opportunità che i governi continuino a considerare il controllo dell'inflazione come obiettivo di assoluta priorità può essere sostenuta sulla base di tre argomentazioni. In primo luogo, i costi dell'inflazione, come si è detto dianzi, sono di per sé elevati, anche se difficilmente quantificabili, mentre il principale vantaggio derivante dal controllo dell'inflazione è che esso appare come il presupposto per una crescita solida della produzione reale e dell'occupazione. In secondo luogo, soprattutto negli ultimi mesi, si sono realizzate notevoli riduzioni dell'inflazione e i sacrifici sostenuti durante questo periodo risulterebbero vani se l'obiettivo del controllo dell'inflazione venisse ora abbandonato. In terzo luogo, in molti paesi industriali una consistente reflazione della domanda potrebbe provocare la ricomparsa di disavanzi con l'estero, in quanto una situazione di maggiore tensione sul mercato del petrolio farebbe riapparire le eccedenze dei paesi OPEC.

#### **Alcune considerazioni di politica economica**

Il deterioramento della relazione fra inflazione e disoccupazione nei paesi del Gruppo dei Dieci dal 1972 può essere considerato in buona parte la risultante di fattori esterni associati ad un processo di formazione dei salari e dei prezzi caratterizzato da un elevato grado di inerzia. In aggiunta, il maggior costo dell'energia e la debole attività di investimento hanno comportato in molti paesi un calo della redditività, e quindi una riduzione della domanda di lavoro. Pertanto, una parte considerevole dell'aumento della disoccupazione nell'ultimo decennio è imputabile a fattori strutturali e pare essersi prodotta indipendentemente dall'orientamento della politica macro-economica nei singoli paesi. Per quanto riguarda il futuro, pare dunque appropriata una duplice terapia di politica economica: anzitutto, il proseguimento di politiche economiche antinflazionistiche volte a consolidare e a incentivare l'aggiustamento al secondo shock petrolifero; secondariamente, il perseguimento di politiche specificatamente intese a ridurre gli ostacoli strutturali e a promuovere una maggiore flessibilità sul mercato del lavoro.

Per quanto concerne la seconda parte di questo duplice approccio, ferma restando l'importanza di una rimozione delle rigidità esistenti, pare altresí opportuno un approccio di politica dei redditi. L'esperienza maturata indica che tali politiche rappresentano soltanto soluzioni temporanee, ma vi sono anche paesi (Germania, Austria e Norvegia) in cui le politiche dei redditi o forme equivalenti sono state realizzate su base piú duratura. In questi casi, tali politiche, seppure espresse in termini di incrementi dei salari e dei prezzi, sono state di norma

orientate su piú ampi obiettivi macro-economici, quali lo sviluppo reale, la bilancia dei pagamenti e le quote di reddito dei fattori. Inoltre, gli interventi di politica dei redditi sono stati strettamente coordinati con le politiche fiscale e monetaria.

Affinché l'impiego delle politiche dei redditi su base piú duratura abbia successo è necessario un grado di consenso sociale che può non sussistere o non essere facilmente conseguibile in tutti i paesi. Ciononostante queste politiche contengono elementi che meritano di essere piú ampiamente considerati come strumenti per ridurre o eliminare il problema della "stagflazione". Già da tempo si è individuata un'importante fonte d'inflazione nei tentativi di mantenere o di migliorare le quote di reddito, in quanto le rivendicazioni complessive possono superare il totale del prodotto disponibile. Pertanto, una politica dei redditi basata su piú ampi obiettivi, ivi compreso il consenso delle parti sociali per quanto riguarda l'evoluzione delle quote di reddito dei fattori, eliminerebbe un'importante fonte d'inflazione, migliorando le prospettive di una costante riduzione dei tassi di crescita dei prezzi e dei salari.

Piú recenti indicazioni fanno altresí ritenere che le variazioni nelle quote complessive dei fattori possono influenzare direttamente la domanda di lavoro delle imprese. In altre parole, una crescita eccessivamente rapida delle retribuzioni nominali non solo crea inflazione, ma può rendere troppo onerosa l'assunzione di manodopera con il decrescere della redditività delle imprese. In tali condizioni, e soprattutto in periodi successivi a sostanziali variazioni dei prezzi esterni, le politiche specificatamente intese a mantenere la dinamica dei salari reali in linea con gli incrementi di produttività possono pertanto servire sia a eliminare le potenziali pressioni inflazionistiche, sia come strumento per ridurre la disoccupazione.

Vi sono segni incoraggianti che questo duplice ruolo delle retribuzioni reali viene sempre piú ammesso sia dalle parti sociali, sia nei provvedimenti di politica economica recentemente proposti o varati, come dimostrano le modifiche apportate ai meccanismi di indicizzazione dei salari in alcuni paesi. Ad esempio, nei Paesi Bassi le restrizioni agli aumenti riferiti al costo della vita, imposte nel 1981, sono state seguite da nuovi provvedimenti per il 1982, annunciati nel dicembre scorso. Essi contemplano la totale indicizzazione delle retribuzioni solo fino ad un determinato livello assoluto di reddito, nell'intento di pervenire a un significativo calo dei guadagni reali dei lavoratori a piú alto salario. Analogamente, nel luglio dello scorso anno il governo lussemburghese introduceva provvedimenti per temperare l'indicizzazione automatica dei salari. In Francia il governo ha cercato di sostituire l'indicizzazione quasi automatica mediante la prassi di ancorare gli incrementi retributivi nominali al tasso d'inflazione fissato come obiettivo per l'immediato futuro. In Norvegia nell'agosto 1981 è stato introdotto un blocco dei prezzi, da mantenere in vigore fino alla fine dell'anno, destinato in parte a impedire lo scatto degli incrementi delle retribuzioni indicizzate. Similmente, in Svezia la svalutazione della corona in settembre è stata accompagnata da un blocco dei prezzi e dalla riduzione dell'imposta sul valore aggiunto, al fine di evitare un'accelerazione dei salari e dei prezzi al consumo.

Tuttavia, il piú radicale intervento volto a limitare l'indicizzazione è stato preso in Belgio agli inizi del 1982, in presenza di un forte deterioramento della posizione verso l'estero. Ad integrazione della svalutazione dell'8,5% del franco in febbraio, il governo introduceva un insieme di provvedimenti comprendente un

blocco trimestrale di tutte le retribuzioni, escluse quelle ai più bassi livelli, per le quali l'indicizzazione rimane in vigore, e l'imposizione di maggiorazioni salariali uniformi inferiori al tasso d'inflazione per il restante periodo del 1982. Questi provvedimenti, miranti a ridurre le retribuzioni reali nel 1982 costituiscono un rilevante mutamento di strategia nella politica economica belga. In precedenza, nonostante l'esigenza di ripristinare la competitività dell'industria, si era tentato di evitare la svalutazione del franco nel convincimento che l'interazione dei più elevati prezzi all'importazione e dell'indicizzazione automatica avrebbe annullato i vantaggi attesi da questo provvedimento.

In Germania gli accordi finora conclusi nell'attuale tornata di rinnovi contrattuali sono stati sensibilmente influenzati dalla preoccupazione dei sindacati per la sicurezza del posto di lavoro, ed è probabile che quest'anno gli aumenti retributivi reali siano superati dagli incrementi di produttività. Nondimeno, la priorità accordata al controllo dell'inflazione nella politica economica è stata attenuata in considerazione del forte incremento dello scorso anno nel livello della disoccupazione. Agli inizi del febbraio 1982 il governo ha proposto un programma di sostegno dell'occupazione nel breve periodo che prevede un onere finanziario di 12,5 miliardi di marchi, sebbene le autorità non ritengano che questo insieme di provvedimenti possa in alcun modo compromettere la lotta all'inflazione. Il progetto di finanziare tali provvedimenti mediante un aumento dell'imposta sul valore aggiunto è stato successivamente abbandonato.

In diversi altri paesi, tra cui Stati Uniti, Regno Unito, Giappone e Svizzera, viene proseguita con risolutezza e con crescente successo la lotta all'inflazione. In Giappone, come si è osservato in precedenza, il calo dell'inflazione è stato facilitato dalla deliberata moderazione nelle rivendicazioni salariali. Inoltre, negli Stati Uniti recenti rinnovi contrattuali contemplano la temporanea sospensione dei meccanismi di scala mobile, nonché l'introduzione di sistemi di partecipazione agli utili aziendali.

Nonostante il forte aumento della disoccupazione nel 1981 nell'ambito del Gruppo dei Dieci, la Francia è stato l'unico paese in cui il ruolo attribuito alla lotta all'inflazione ha subito un netto ridimensionamento a favore di una politica di sostegno dell'occupazione, anche se il governo francese, come si è accennato in precedenza, ha altresì introdotto provvedimenti di controllo dei prezzi e ha proposto misure di contenimento dei salari. Al fine di conseguire la programmata riduzione a lungo termine della disoccupazione, il nuovo governo ha abbinato provvedimenti meno restrittivi di politica monetaria e fiscale ad alcune misure riguardanti il mercato del lavoro. Tra queste figurano una maggiorazione del 10% dei minimi contrattuali (annunciata nel giugno 1981) e recenti proposte per ridurre la durata media della settimana lavorativa, per limitare il lavoro straordinario e per incoraggiare il pensionamento anticipato volontario.

In sintesi, sembra chiaro che il controllo dell'inflazione continua ad essere in genere l'obiettivo prioritario dei governi. Nondimeno appare opportuno che un crescente numero di paesi prenda in considerazione misure complementari e riforme strutturali dirette a ridurre l'inflazione senza provocare un ulteriore aumento della disoccupazione. D'altra parte, anche se con il tempo l'inflazione dovesse scendere a bassi livelli quasi ovunque, probabilmente permanerebbe il problema di una grande quantità di manodopera inoccupata.

In certa misura, una riduzione dell'inflazione comporterà un automatico aumento della domanda aggregata, in quanto gli obiettivi nominali di offerta di moneta e di spesa pubblica di fatto aumenteranno in termini reali e il clima di minore incertezza contribuirà a rinsaldare la fiducia delle Famiglie e delle Imprese. Inoltre, la rimozione delle rigidità e di altri impedimenti strutturali potrà esercitare automaticamente effetti benefici sulla domanda aggregata e sul prodotto. Tuttavia, in alcuni paesi una decelerazione dell'inflazione potrebbe avere essenzialmente l'effetto di consentire un maggiore margine per politiche economiche espansive, poiché l'aumento automatico del prodotto reale potrebbe non essere sufficientemente forte da ricondurre il tasso di disoccupazione a piú accettabili livelli. In tali circostanze, rimane l'esigenza di un approccio duplice di politica economica, in quanto le politiche fiscali e monetarie piú espansive dovrebbero essere integrate da provvedimenti intesi a impedire un ravvivarsi delle spinte inflazionistiche.

## IV. LA POLITICA MONETARIA E I MERCATI FINANZIARI

### Aspetti salienti

Nel 1981 i tassi d'interesse hanno toccato nuove punte massime in tutti i principali mercati nordamericani ed europei. Nella primavera 1982 essi erano scesi leggermente in alcuni paesi pur rimanendo molto elevati rispetto ai parametri precedenti. Poiché tuttavia il ritmo di ascesa dei prezzi ha segnato una flessione ancora maggiore, i tassi d'interesse paiono essere saliti fortemente in termini reali. In Giappone i tassi d'interesse erano calati gradualmente già durante lo scorso anno, ma anche in questo paese essi sono rimasti molto alti in rapporto al tasso d'inflazione corrente.

Negli ultimi due o tre anni i tassi d'interesse negli Stati Uniti, sia a breve sia a lungo termine, hanno presentato ampie e frequenti fluttuazioni cicliche, nonché forti oscillazioni giornaliere. Poiché altri paesi hanno scelto di mantenere relativamente stabili i tassi d'interesse interni, le variazioni nei differenziali dei tassi d'interesse hanno contribuito a determinare ampie oscillazioni nei tassi di cambio.

Questi andamenti rispecchiano l'azione combinata di diversi fattori. Una serie di indicatori fa ritenere che la politica monetaria sia rimasta alquanto restrittiva nella maggior parte dei paesi industriali, anche se in alcuni di essi potrebbe esservi stato un cauto allentamento. I disavanzi di bilancio attuali, e in particolare quelli previsti per il futuro, eccezionalmente ampi in rapporto ai mercati finanziari nazionali e alla formazione di risparmio finanziario, hanno costituito un fattore primario nel determinare gli attuali livelli dei tassi d'interesse. Inoltre, la domanda di credito del settore privato pare essere stata meno elastica in rapporto ai tassi d'interesse di quanto ci si potesse attendere. Specialmente negli Stati Uniti, la deregolamentazione dei tassi d'interesse è la conseguente assenza dei tradizionali effetti di razionamento del credito contribuiscono altresì a spiegare perché i tassi siano saliti più in alto che in passato. Infine, per la maggior parte dei paesi, una spiegazione esauriente degli elevati tassi d'interesse deve tener conto anche della radicata mentalità inflazionistica che si è venuta sempre più consolidando dalla metà degli anni sessanta. Il presente capitolo intende esaminare l'effetto di queste forze, richiamando l'attenzione su alcuni dei problemi posti alla crescita reale e all'andamento dei mercati finanziari dall'elevatezza e dall'instabilità dei tassi d'interesse.

In diversi paesi le politiche orientate al controllo degli aggregati monetari hanno continuato a svolgere un ruolo determinante nel contrastare le aspettative inflazionistiche. Tuttavia, negli ultimi tempi esse si sono dimostrate di non facile attuazione in un contesto economico e finanziario in rapida evoluzione. L'instabilità nel breve periodo degli aggregati è stata oggetto di controversia particolarmente negli Stati Uniti, mentre in altri paesi è generalmente ben riconosciuta l'opportunità di un più lungo arco temporale nel conseguimento degli obiettivi monetari. Anche le innovazioni in campo finanziario, intervenute in risposta sia alle modifiche del quadro normativo sia agli alti tassi d'interesse interagenti con regolamentazioni in vigore già da lungo tempo, hanno avuto un carattere più dirompente negli Stati Uniti che altrove.

Nonostante tali incertezze, nella maggior parte dei paesi l'azione per stabilizzare l'espansione monetaria continuerà senza dubbio a focalizzarsi su determinati aggregati. Nondimeno, di recente si è fatta sempre più manifesta la tendenza a tenere maggiormente in considerazione altri indicatori finanziari. In effetti, come sarà enunciato nell'ultima sezione di questo capitolo, vi possono essere valide ragioni per adottare un approccio più flessibile senza pregiudicare l'azione antinflazionistica delle politiche monetarie.

### **I principali lineamenti della recente evoluzione dei tassi d'interesse**

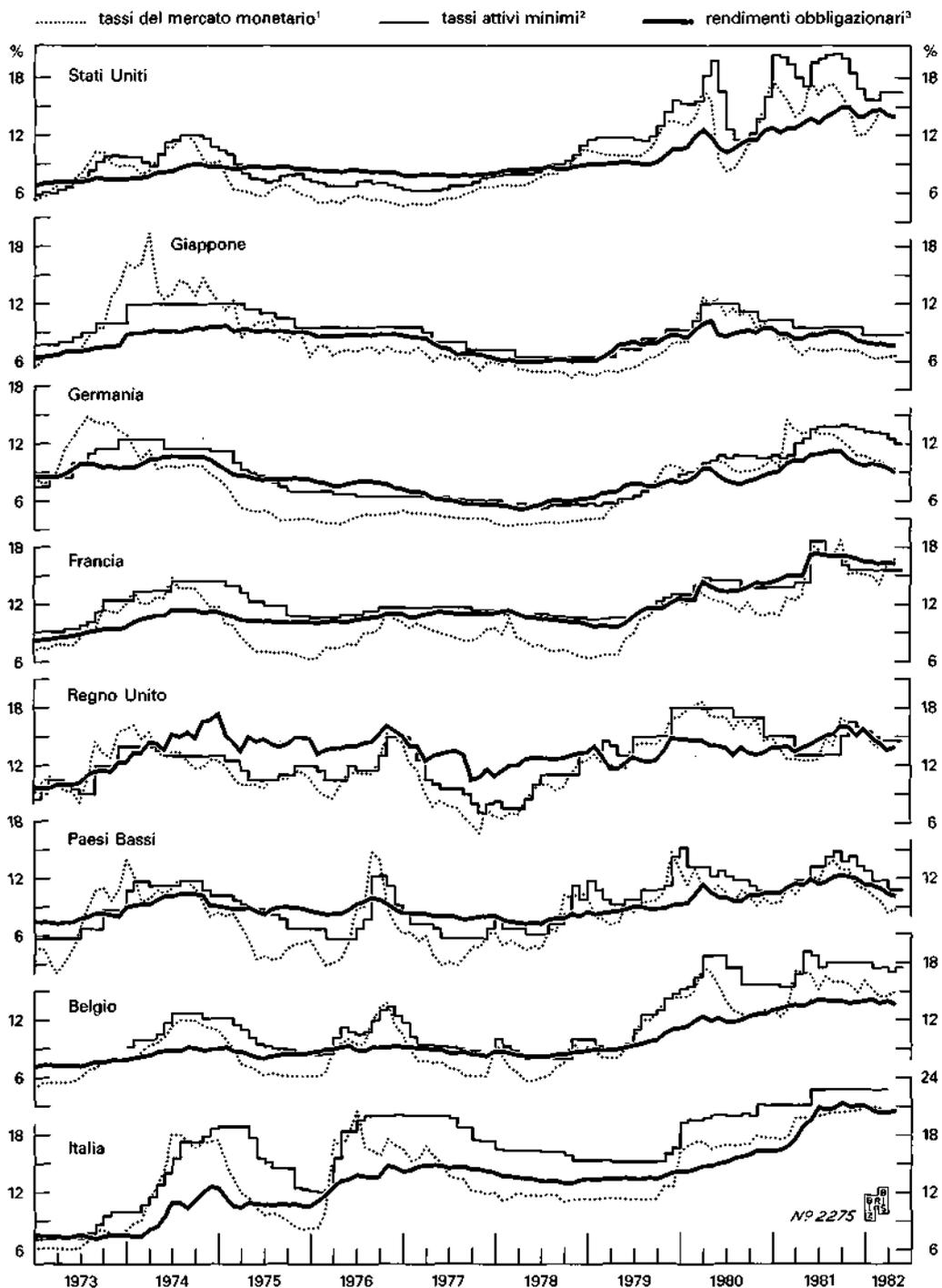
L'andamento dei tassi d'interesse negli ultimi 12-18 mesi non è stato caratterizzato soltanto da tassi nominali altissimi ed estremamente variabili; anche in termini reali i tassi d'interesse hanno raggiunto livelli che paiono eccezionalmente elevati, specialmente se si considera la debolezza dell'attività economica. Inoltre, pare esservi stata una normalizzazione nella struttura dei rendimenti e un elevato grado di interazione a livello internazionale fra i movimenti dei tassi d'interesse e quelli dei tassi di cambio. Questi sviluppi possono trovare spiegazione in una serie di fattori sia autonomi sia interdipendenti, di intensità diversa a seconda dei paesi, ma che tuttavia hanno frequentemente avuto origine negli Stati Uniti e si sono quindi propagati alle altre economie. Qui di seguito sono trattati gli aspetti salienti della recente dinamica dei tassi d'interesse e il grado in cui questa ha differito a seconda dei paesi. La sezione successiva passa quindi a considerare alcune delle cause sottostanti.

*Tassi d'interesse nominali.* Allorché agli inizi del 1980 nei paesi industriali i tassi d'interesse raggiunsero il culmine e iniziarono a calare, si creò la diffusa convinzione che, come avvenuto nel 1973-74, si profilasse la fine di una breve fase di alti tassi. Per contro, i tassi d'interesse si trovavano alla soglia di un periodo di ampie oscillazioni nell'America del Nord, e di ulteriori aumenti nei paesi europei. Nella primavera 1982, ossia oltre due anni dopo, le speranze di un consistente e duraturo calo non avevano ancora trovato riscontro nella realtà.

Dall'ottobre 1979, allorché la Federal Reserve passò all'adozione di un obiettivo in termini di riserve bancarie, i tassi a breve negli Stati Uniti hanno attraversato almeno quattro marcate fasi di fluttuazione. Il tasso sulle accettazioni bancarie di prim'ordine a tre mesi, ad esempio, che nel 1980 aveva segnato un minimo dell'8,0% in giugno e punte del 18,6% in marzo e del 20,1% in dicembre, scendeva al 12,5% nel marzo 1981, si muoveva in seguito irregolarmente dal 18,3 al 15,5% e quindi al 17,7% fra maggio e luglio, per poi cadere all'11% in dicembre. Nel marzo 1982 il tasso era risalito al 15%. Anche i tassi attivi minimi delle banche hanno presentato forti escursioni, seguendo i movimenti dei tassi sui titoli del mercato monetario con un certo ritardo, cosicché il margine esistente fra questi due tassi ha talvolta raggiunto ampiezze assai notevoli. Ciò ha incoraggiato consistenti spostamenti fra le due forme suddette di ricorso al credito e ha fornito un incentivo all'applicazione di tassi collegati alle eurovalute nei contratti di prestito. Con il passare del tempo i tassi attivi minimi possono essere divenuti meno indicativi del costo del credito a breve concesso alle maggiori imprese mutuarie. I rendimenti obbligazionari hanno quasi sempre toccato nuove punte massime ad ogni successiva fase di ascesa, sebbene nella primavera del 1982 essi sono scesi leggermente. Ad

### Tassi d'interesse a breve e a lungo termine

Dati mensili



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

esempio, i rendimenti delle obbligazioni industriali USA sono salite in modo irregolare dall'11,5% del gennaio 1980 al 16,5% nel febbraio 1982, e a metà maggio si situavano al 15,5%.

Nel 1981 i tassi d'interesse sono saliti notevolmente anche nella maggior parte dei mercati europei. Tuttavia, questi sono stati schermati nella misura in cui le autorità monetarie si sono mostrate disposte ad accettare sensibili movimenti dei rispettivi tassi di cambio con il dollaro. Un passo importante è stato compiuto in Germania nel febbraio 1981, allorché la Bundesbank ha modificato le sue modalità di intervento sul mercato monetario, permettendo un aumento sensibile dei tassi d'interesse a breve. Il tasso per i crediti giornalieri si è situato in prossimità del tasso applicato alle banche per il ricorso alle anticipazioni speciali della Bundesbank, ed è rimasto abbastanza stabile fino ad ottobre. In seguito è stata cautamente incoraggiata una graduale flessione, continuata fino agli inizi del 1982, anche in presenza di un nuovo forte rialzo dei tassi sul dollaro. A partire da maggio, la Bundesbank ha nuovamente erogato crediti nel quadro delle anticipazioni ordinarie, ad un tasso d'interesse del 9%. Sui mercati a più lungo termine i rendimenti hanno fluttuato strettamente in linea con quelli statunitensi, sebbene si sia gradualmente ampliato il differenziale in favore dei rendimenti sul dollaro.

In Francia, in un contesto di incertezza sulla politica economica, i tassi d'interesse sono saliti rapidamente nella primavera del 1981. Dopo il riallineamento dello scorso ottobre delle parità di cambio in seno allo SME, è stato possibile un abbassamento dei tassi a breve, ma nella primavera di quest'anno si produceva nuovamente un sensibile ulteriore aumento. Anche in Italia i tassi d'interesse segnavano un rialzo nella primavera del 1981, in seguito all'inasprimento della politica monetaria diretto soprattutto a proteggere la lira. I movimenti dei tassi d'interesse in Belgio e nei Paesi Bassi, benché in parte collegati attraverso i meccanismi dello SME, hanno rispecchiato posizioni nettamente contrastanti di bilancia dei pagamenti. Il riallineamento del franco belga rispetto alle altre monete europee agli inizi del 1982 ha consentito un certo margine per una flessione dei tassi d'interesse in Belgio. In alcuni mercati europei il tentativo delle banche di ristabilire i propri livelli di redditività ha comportato di recente un ampliamento del differenziale positivo fra i tassi applicati ai crediti bancari e quelli del mercato monetario.

Nel Regno Unito una certa flessione dei tassi d'interesse nella primavera del 1981 veniva accettata dalle autorità in considerazione della debole congiuntura, benché esse abbiano poi incoraggiato un rialzo dei tassi del mercato monetario in settembre allo scopo di limitare la caduta della sterlina. In seguito vi è stato un calo leggero dei tassi sia a breve sia a lungo termine.

In netto contrasto con gli andamenti osservati altrove, i tassi d'interesse a breve in Giappone sono progressivamente calati nel 1980 e nei primi mesi del 1981. Essi rimanevano quindi abbastanza stabili sin verso la fine dell'anno, allorquando flettevano ulteriormente in seguito a una riduzione del saggio di sconto della Banca del Giappone nel mese di dicembre.

*La variabilità dei tassi d'interesse.* I più ampi movimenti dei tassi d'interesse negli Stati Uniti possono essere osservati raffrontando il periodo che inizia nel gennaio del 1979 con un periodo abbastanza analogo con inizio nel gennaio 1972. Nel periodo più recente i tassi d'interesse hanno presentato non solo punte massime

Variabilità dei tassi d'interesse su base mensile

Paesi	gennaio 1972-marzo 1975				gennaio 1979-marzo 1982			
	massimo	minimo	media	scarto quadratico medio <sup>1</sup>	massimo	minimo	media	scarto quadratico medio <sup>1</sup>
in percentuale annua								
<b>Tassi del mercato monetario<sup>2</sup></b>								
Stati Uniti . . . . .	12,1	3,5	7,4	2,5	18,0	8,3	13,1	2,9
Giappone . . . . .	19,3	4,9	9,7	4,3	12,7	4,6	8,0	2,3
Germania . . . . .	14,8	4,5	9,0	3,2	14,5	4,2	9,6	2,5
Francia . . . . .	14,8	4,0	9,2	3,3	18,6	6,4	12,6	3,1
Regno Unito . . . . .	16,3	4,5	10,7	3,3	18,6	11,7	14,9	1,9
Italia . . . . .	18,0	4,7	9,3	4,7	21,0	11,3	16,4	3,5
Belgio . . . . .	12,0	3,7	7,3	2,8	17,5	8,1	13,7	2,7
Paesi Bassi . . . . .	14,0	2,0	8,2	3,3	14,8	7,2	10,6	1,8
Svizzera . . . . .	6,0	0,5	4,0	1,8	9,8	0,1	5,1	3,0
<b>Rendimenti obbligazionari<sup>3</sup></b>								
Stati Uniti . . . . .	9,1	6,9	7,6	0,7	15,0	9,0	11,7	2,0
Giappone . . . . .	9,7	6,4	7,9	1,2	10,3	6,1	8,5	0,9
Germania . . . . .	10,7	7,3	9,2	1,1	11,2	6,4	8,8	1,3
Francia . . . . .	11,5	7,8	9,4	1,3	17,3	9,6	13,9	2,4
Regno Unito . . . . .	17,4	7,7	11,8	2,8	16,1	11,6	13,9	1,1
Italia . . . . .	12,7	7,1	8,6	1,8	21,3	13,4	16,5	2,9
Belgio . . . . .	9,3	6,8	7,9	0,8	14,3	8,8	12,1	1,8
Paesi Bassi . . . . .	10,5	7,1	8,4	1,1	12,3	8,3	10,2	1,2
Svizzera . . . . .	7,9	5,0	6,2	1,0	6,0	3,3	4,9	0,7

<sup>1</sup> Calcolato come  $\sqrt{\sum s^2/(n-1)}$ , dove  $s$  rappresenta lo scarto dei singoli dati dalla media e  $n$  il numero delle osservazioni.

<sup>2</sup> Basati sui valori mensili dei tassi del mercato monetario interno su strumenti a tre mesi, fatta eccezione per la Francia (a un mese) e per il Belgio (a quattro mesi). <sup>3</sup> Tassi rappresentativi (cfr. grafico a pagina 65).

e valori medi ben superiori a quelli precedenti, ma altresì un marcato aumento della variabilità, come è indicato dagli scarti quadratici medi. Le variazioni mensili dei rendimenti obbligazionari durante il secondo periodo sono state di grandezza tre volte superiore a quelle del primo; lo stesso vale per l'ampiezza delle escursioni. Anche in altri paesi (Belgio, Francia e Italia) si rileva una forte accentuazione della instabilità dei rendimenti obbligazionari. Nel caso del Regno Unito, e nel settore dei tassi a breve in alcuni altri paesi europei, vi è stata, per contro, una diminuzione della variabilità; questo fenomeno, come si tratterà in seguito, potrebbe essere collegato alle politiche del tasso di cambio.

Anche le fluttuazioni giornaliere dei tassi d'interesse negli Stati Uniti sono state estremamente ampie dopo il passaggio, nell'ottobre 1979, alla fissazione di obiettivi in termini di riserve bancarie. Ciò può essere messo in evidenza da un raffronto, basato sugli strumenti a tre mesi, fra i tre periodi di quindici mesi ciascuno, di cui il primo terminante poco prima dell'adozione del nuovo approccio e gli altri due comprendenti i successivi sviluppi. La variabilità dei tassi d'interesse potrebbe aver assunto una tendenza flettente dai primi mesi del 1981; essa permane tuttavia assai elevata rispetto ai parametri anteriori al 1979.

Variabilità dei tassi d'interesse a breve su base giornaliera\*

Paesi	Periodi di 15 mesi terminanti il								
	28 settembre 1979			31 dicembre 1980			31 marzo 1982		
	campo di variazione	media	scarto quadratico medio	campo di variazione	media	scarto quadratico medio	campo di variazione	media	scarto quadratico medio
	in percentuali annue								
Stati Uniti . . . . .	8,2-12,9	10,5	1,2	8,8-22,0	14,1	3,2	11,8-19,9	16,5	2,0
Germania . . . . .	3,1- 7,6	4,6	1,4	7,4-10,4	8,9	0,5	8,9-14,5	11,3	1,3
Francia . . . . .	6,4-11,6	7,8	1,5	10,5-13,5	12,0	0,6	10,9-20,0	15,3	2,6
Regno Unito . . . . .	9,2-14,3	12,0	1,6	13,0-19,0	16,4	1,1	12,2-17,0	14,0	1,3
Belgio . . . . .	5,8-13,0	9,0	1,8	11,8-17,6	14,1	1,6	12,0-17,4	15,0	1,3
Paesi Bassi . . . . .	4,5-13,0	7,9	1,7	9,1-15,5	10,6	1,2	7,5-13,8	11,1	1,4
Svizzera . . . . .	-0,4- 2,3	0,9	0,7	1,4- 7,4	5,3	1,1	5,3-12,5	8,7	1,6

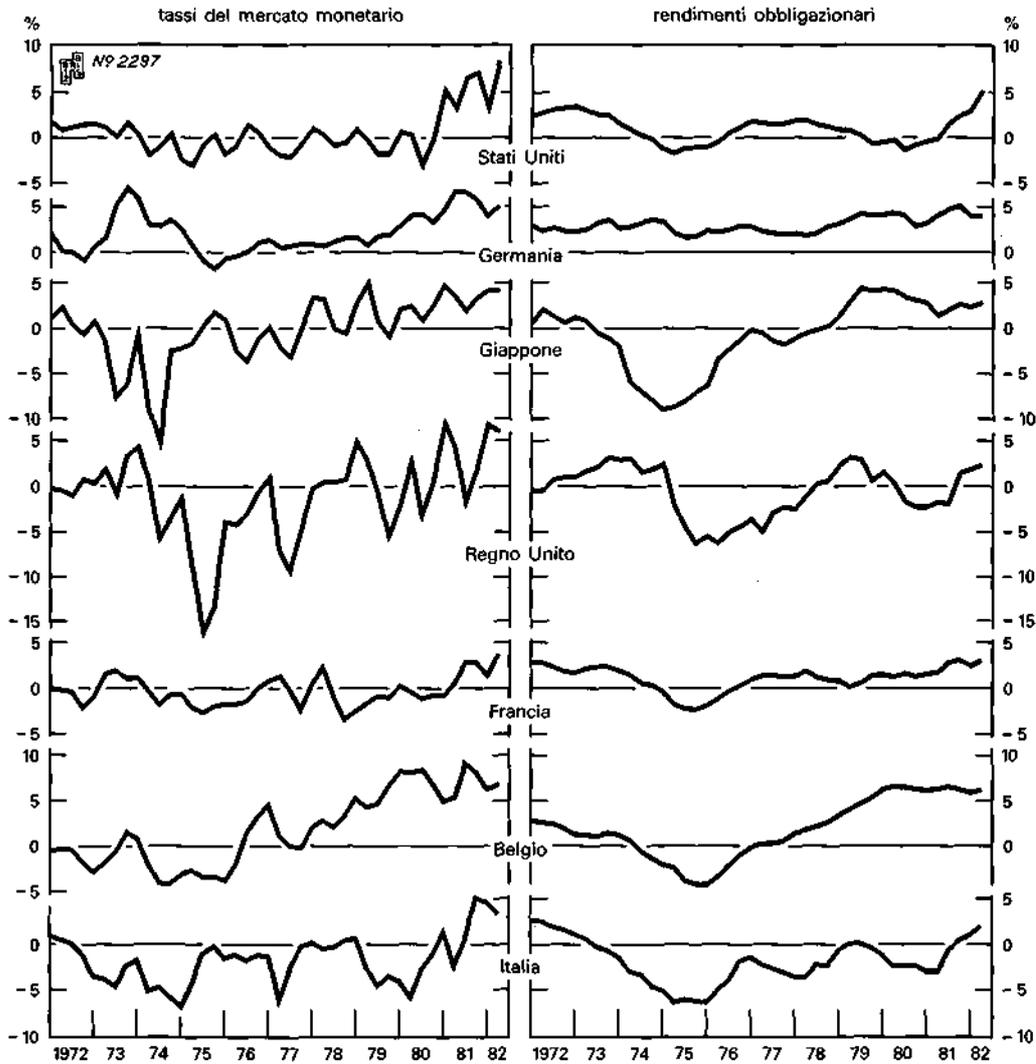
\* Basata sui valori giornalieri dei tassi sugli strumenti a tre mesi, fatta eccezione per la Francia (a un mese). Per la Francia e il Regno Unito, tassi del mercato monetario nazionale; per gli altri paesi, tassi del mercato eurovalutario.

*Tassi d'interesse reali.* Attualmente i tassi d'interesse nominali appaiono alquanto elevati in rapporto ai tassi d'inflazione registrati di recente. Nel marzo 1982 i rendimenti obbligazionari superavano i tassi di ascesa dei prezzi al consumo sui precedenti dodici mesi in misura dello 0,5% in Svizzera, del 2,5% in Francia e dell'8% negli Stati Uniti. Il grafico a pagina 69 offre un raffronto dei tassi d'interesse reali *ex post* nell'arco di un più lungo periodo di tempo, calcolati servendosi della media delle variazioni dei prezzi al consumo nel trimestre più recente e in quello precedente nel caso dei tassi a breve, e nell'anno più recente e in quello precedente nel caso dei rendimenti obbligazionari.

Questi raffronti indicano che negli Stati Uniti i tassi d'interesse reali sono fortemente aumentati negli ultimi due anni, e si situano ora a livelli persino superiori a quelli raggiunti nel 1973, allorché l'economia si trovava in una fase di forte espansione. In Giappone, nel Regno Unito e in Italia i tassi reali avevano registrato una netta caduta nel periodo 1974-75, durante il quale i prezzi salirono bruscamente nella scia della prima crisi petrolifera e, come negli Stati Uniti, erano rimasti mediamente bassi o addirittura negativi per tutti gli anni settanta. Tuttavia, nel 1980-82, i tassi d'interesse reali a breve e a lungo termine sono saliti a punte massime superiori a quelle toccate in precedenza. In alcuni paesi europei minori, fra i quali il Belgio costituisce un esempio notevole, la crescita dei tassi reali dalla metà degli anni settanta è stata particolarmente marcata e durevole. In Germania, i rendimenti obbligazionari reali, che sembrano essere rimasti saldamente positivi nel corso degli anni, si erano portati a livelli alquanto elevati agli inizi del 1981, ma hanno in seguito iniziato a flettere gradualmente.

*Struttura per scadenza dei tassi d'interesse.* Come in passato, i rendimenti obbligazionari hanno in genere presentato minori oscillazioni rispetto ai tassi a breve. Nella primavera 1982 i rendimenti obbligazionari sulla maggior parte dei mercati erano scesi leggermente rispetto alle punte del 1981. Tuttavia, anche in Giappone, Germania, Paesi Bassi, Svizzera e Regno Unito, dove la flessione risulta più marcata, il calo è stato inferiore a quello dei tassi del mercato monetario. Di conseguenza le curve dei rendimenti per scadenza, che erano state nettamente discendenti nei primi mesi del 1981, si sono in genere alquanto appiattite su valori

Tassi d'interesse reali a breve e a lungo termine\*

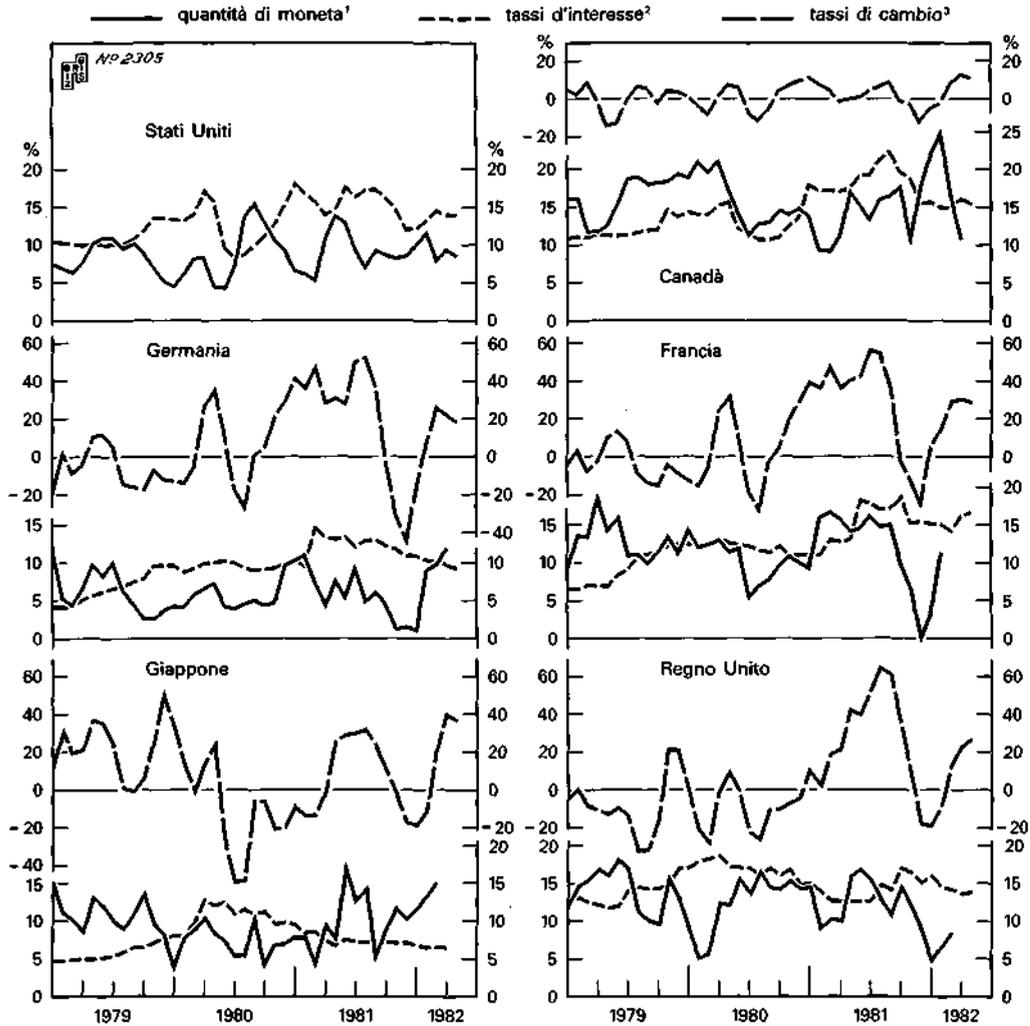


\* Basati su medie trimestrali. Tassi rappresentativi (cfr. grafico a pagina 65). I tassi del mercato monetario sono deflazionati in base alla variazione media dei prezzi al consumo, rapportata all'anno, nel trimestre corrente e in quello precedente; i rendimenti obbligazionari sono deflazionati in base alla variazione media dei prezzi al consumo nell'anno corrente e in quello precedente.

elevati. Ciò può indicare che vi è stato un allentamento delle pressioni sulla liquidità nei mercati monetari, ma pare altresì implicare che vi fosse l'aspettativa di una permanenza dei tassi a livelli molto alti. Una possibile spiegazione è che le aspettative inflazionistiche sui mercati finanziari siano state eccezionalmente tarde nel rispondere all'orientamento antinflazionistico delle politiche monetarie ed ai segni di un rallentamento della dinamica dei salari e dei prezzi.

*Tassi d'interesse e tassi di cambio.* Come sarà esaminato più innanzi, l'azione diretta a stabilizzare i tassi di espansione monetaria, congiuntamente alle innovazioni finanziarie, ha contribuito a determinare ampie oscillazioni dei tassi d'interesse negli Stati Uniti. Nell'arco di periodi varianti da tre a sei mesi le

Quantità di moneta, tassi d'interesse e tassi di cambio



<sup>1</sup>In base alle variazioni percentuali su tre mesi, rapportate all'anno, della quantità di moneta (per gli Stati Uniti, Canada e Francia,  $M_2$ ; per la Germania,  $M_3$ ; per il Giappone,  $M_2 + CD$ ; per il Regno Unito, liquidità del settore privato - [PSL<sub>2</sub>]). <sup>2</sup>Tassi d'interesse degli strumenti a tre mesi (per la Francia, a un mese) in base alle variazioni percentuali su tre mesi, rapportate all'anno, delle quotazioni a pronti delle varie monete nei confronti del dollaro.

fluttuazioni dei tassi d'interesse a breve hanno presentato una stretta correlazione inversa con i cicli dei tassi di crescita di  $M_1$ . Pare tuttavia che negli ultimi due o tre anni le oscillazioni in taluni altri mercati siano rimaste pressoché analoghe, o siano diminuite, in quanto le autorità hanno scelto di mantenere relativamente stabili i tassi a breve. Di conseguenza i cicli dei tassi d'interesse americani e dei differenziali dei tassi d'interesse hanno contribuito a determinare fluttuazioni insolitamente ampie dei tassi di cambio. Ciò può essere chiaramente osservato nel grafico in alto per il tasso di cambio basilare DM/dollaro e, in genere, sulle monete dello SME ha influito in modo determinante la scelta operata dalle autorità tedesche di rispondere in parte alle variazioni dei tassi d'interesse USA permettendo un certo movimento del tasso di cambio fra il marco e il dollaro.

La combinazione di tassi d'interesse a breve relativamente stabili, o addirittura calanti, e di tassi di cambio fortemente variabili si può ugualmente osservare per il Regno Unito e il Giappone. D'altra parte, il Canada sembra occupare una posizione intermedia, in quanto i tassi d'interesse a breve canadesi hanno in parte seguito quelli statunitensi, mentre il tasso di cambio con il dollaro è stato più stabile che in altri paesi. Dal grafico emerge altresì che l'evoluzione degli aggregati monetari ampi che ha accompagnato l'opzione prescelta tasso d'interesse-tasso di cambio è differita da paese a paese (cfr. anche tabella a pagina 87). Infatti, in Canada e nel Regno Unito la variabilità della crescita dell'offerta di moneta è stata notevole, mentre nei maggiori paesi appartenenti allo SME e in Giappone è stato possibile combinare la stabilità dei tassi d'interesse a breve con un'evoluzione relativamente uniforme degli aggregati monetari.

### I fattori di fondo dell'evoluzione dei tassi d'interesse

In un periodo di recessione mondiale la presenza di elevati tassi d'interesse reali potrebbe costituire un importante ostacolo sulla via della ripresa economica. Nondimeno, la scena finanziaria attuale e prospettica fa sì che la persistenza di alti tassi d'interesse reali possa difficilmente essere eliminata. In effetti, i livelli costantemente elevati dei tassi d'interesse possono essere considerati come un'indicazione del fatto che diversi paesi sono stati posti in una situazione finanziaria assai complessa dalla presenza di parecchie forze interagenti e dalla collocazione temporale del loro impatto. Infatti, i tassi d'inflazione non hanno in genere reagito prontamente all'annuncio e all'attuazione di politiche monetarie più stringenti. Per contro, gli sforzi per contrastare l'inflazione facendo affidamento principalmente sulla stretta monetaria si sono finora ripercossi soprattutto sulla crescita reale e sulla capacità delle imprese di trasferire i più alti costi sui prezzi alla produzione. Congiuntamente all'ampio fabbisogno, attuale e prospettico, della pubblica amministrazione, ad innovazioni finanziarie e ad un grado manifestamente alto di incertezza, le aspettative inflazionistiche hanno contribuito a mantenere elevati i tassi d'interesse, i quali hanno ulteriormente indebolito le posizioni finanziarie delle imprese, già depresse a causa della situazione congiunturale, ed hanno ampliato i disavanzi pubblici. A sua volta ciò ha mantenuto la domanda di credito del settore privato e il fabbisogno del settore pubblico a livelli relativamente sostenuti, rinforzando la spinta al rialzo sui tassi d'interesse. Per contro, se i tassi d'inflazione correnti e attesi avessero risposto più prontamente alle politiche monetarie restrittive messe in atto, la domanda aggregata di credito avrebbe potuto essere più contenuta, e vi sarebbero state più favorevoli prospettive di una diminuzione dei tassi d'interesse nominali, cosicché i tassi d'interesse reali sarebbero gradualmente pervenuti a rispecchiare soprattutto le condizioni di redditività e l'evoluzione del risparmio nelle diverse economie.

Nei paragrafi che seguono si tenterà di "districare" tali forze interagenti, prendendole in considerazione singolarmente e analizzando in quale misura si è differenziato il loro impatto a seconda dei paesi.

*L'orientamento della politica monetaria.* Negli ultimi anni le politiche dirette a controllare la crescita degli aggregati monetari hanno contribuito ad evitare un'esplosione monetaria paragonabile a quella dei primi anni settanta. Al tempo

stesso, la stretta monetaria ha altresì chiaramente contribuito nel breve periodo a determinare gli elevati tassi d'interesse nominali. In effetti, in molti paesi l'andamento dei tassi d'interesse può essere assunto come il migliore indicatore delle condizioni monetarie. Altri indicatori possono essere l'evoluzione degli aggregati monetari, in termini reali e nominali, e quella della velocità di circolazione della moneta in rapporto al reddito. Anche le variazioni del credito bancario possono contribuire a qualificare l'influsso della politica monetaria, benché esse — come i tassi d'interesse — reagiscano non solo a cambiamenti nell'orientamento della politica monetaria, ma anche a fattori economici e finanziari di natura endogena. Negli ultimi anni l'espansione degli aggregati più ampi, in particolare, è stata assai più moderata e stabile che in passato in Giappone, Germania e Francia; in misura minore ciò vale anche per il Regno Unito e l'Italia. Negli Stati Uniti l'espansione monetaria ha continuato a presentare un profilo marcatamente ciclico, con modeste variazioni di periodicità e di ampiezza fino al 1979.

Nelle attuali circostanze, una conseguenza del perseguimento di obiettivi monetari è stata che le autorità, opponendosi al consueto accumulo di disponibilità monetarie durante la recessione e nella fase iniziale della ripresa, hanno contribuito alle spinte al rialzo sui rendimenti. Durante il 1980 nella maggior parte dei principali paesi i tassi di espansione degli aggregati ampi e ristretti erano stati inferiori rispetto ai parametri precedenti, anche se ciò è in parte attribuibile a cause speciali: disavanzi esterni, innovazioni finanziarie e persino gli alti tassi d'interesse. Nel 1981 la crescita degli aggregati ampi è ulteriormente rallentata in Germania, mentre ha assunto un ritmo più accelerato in Giappone e in Francia, dove le politiche restrittive sono state deliberatamente allentate per assecondare la ripresa economica. Nel Regno Unito l'espansione irregolare e spesso spettacolare di  $M_3$  in sterline è di più difficile interpretazione, soprattutto a causa delle distorsioni causate dalle agitazioni sindacali in seno alla pubblica amministrazione.

Tassi di espansione monetaria<sup>1</sup>

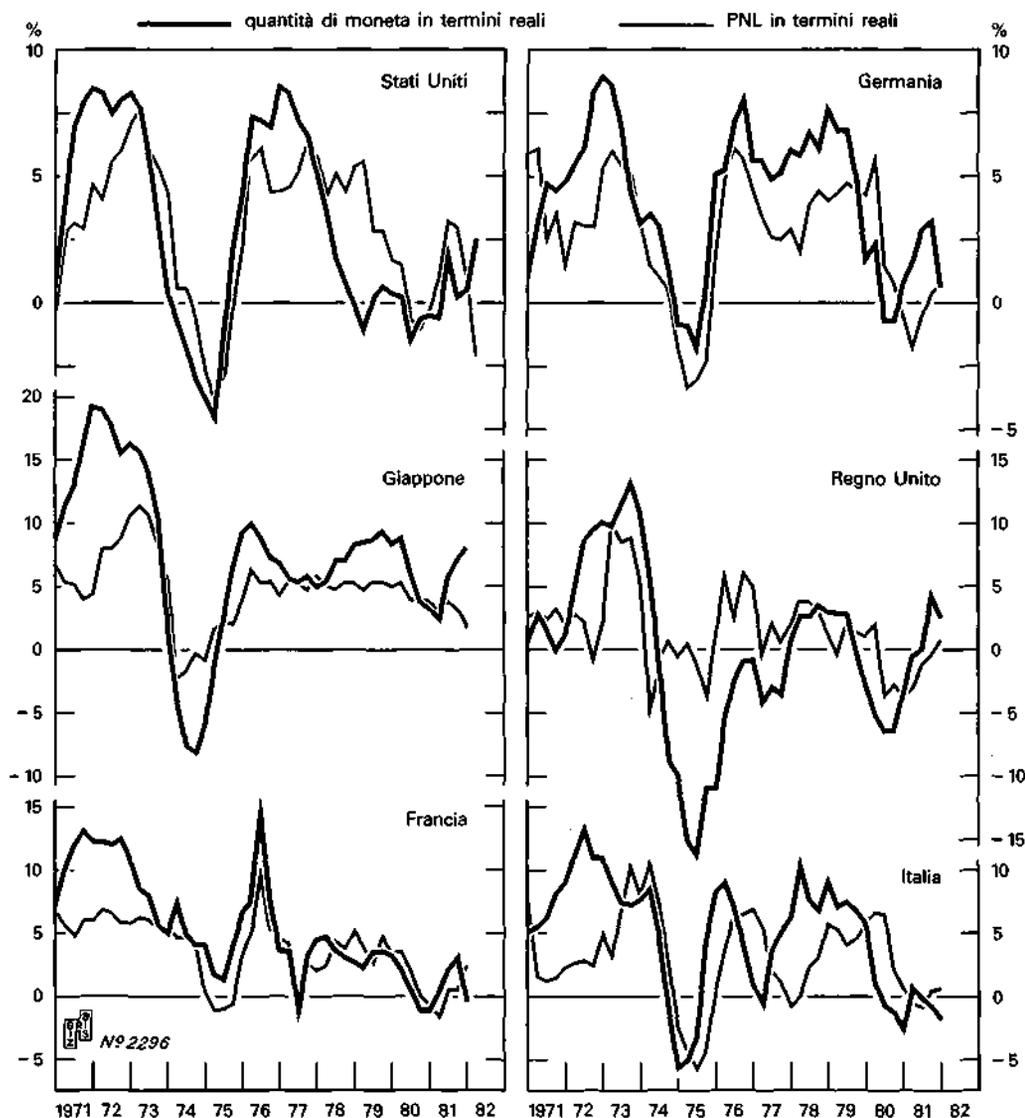
Quantità di moneta	Anni	Stati Uniti		Giappone	Germania	Francia	Regno Unito		Italia	Canada
		A	B				A	B		
variazioni su quattro trimestri, in percentuale										
Aggregati ampi <sup>2</sup>	1970-73 media	9,9	12,4	20,9	11,2	16,0	18,9	15,9	17,3	12,1
	1974-77 media	10,8	10,5	12,7	9,2	15,4	9,3	10,5	20,2	14,6
	1978-81 media	8,8	10,6	10,2	7,1	12,3	15,1	13,4	16,3	15,5
	1980/IV . . . . .	9,2	10,0	7,8	5,9	10,3	19,1	13,5	11,5	16,5
	1981/II . . . . .	11,0	12,3	8,6	7,0	12,7	16,6	13,5	11,4	13,8
	/IV . . . . .	9,5	11,4	10,4	5,3	12,3	13,4	11,3	9,1	15,4
	1982/I . . . . .	10,1	10,7	11,7	6,0	·	·	·	·	17,6
Aggregati ristretti <sup>3</sup>	1970-73 media	6,5	6,5	22,3	8,6	11,2	10,6	·	21,4	11,7
	1974-77 media	6,0	6,0	10,7	10,7	11,7	16,0	·	15,9	10,1
	1978-81 media	7,0	6,3	6,4	5,1	11,8	9,7	·	17,7	5,2
	1980/IV . . . . .	7,3	7,3	-1,7	4,5	8,9	4,0	·	12,0	9,7
	1981/II . . . . .	10,1	7,4	3,0	1,7	11,3	10,2	·	12,1	8,8
	/IV . . . . .	5,0	2,2	9,2	-1,7	15,4	9,1	·	8,7 <sup>4</sup>	-4,1
	1982/I . . . . .	6,5	·	9,4	0,4	·	·	·	·	-0,4

<sup>1</sup> Basati su dati di fine trimestre per il Regno Unito e l'Italia e su medie trimestrali per gli altri paesi. <sup>2</sup> Per gli Stati Uniti,  $M_2$  (colonna A) e  $M_3$  (colonna B); per il Giappone,  $M_2 + CD$ ; per la Germania,  $M_2$ ; per la Francia, l'Italia e il Canada,  $M_2$ ; per il Regno Unito,  $M_3$  in sterline (colonna A) e liquidità del settore privato -  $PSL_2$  - (colonna B). <sup>3</sup> Per gli Stati Uniti,  $M_1$  (colonna A) e  $M_1$  rettificato (colonna B); per gli altri paesi,  $M_1$ . La rettifica di  $M_1$  per gli Stati Uniti considera i trasferimenti stimati di fondi dai depositi a scadenza e a risparmio (non compresi in  $M_1$ ) ai nuovi conti fruttiferi dotati di ordini negoziabili di prelievo - conti NOW - (compresi in  $M_1$ ). <sup>4</sup> Comprendendo i BOT (inclusi in  $M_3$ ): 16,3%.

Negli Stati Uniti lo scorso anno i tassi di crescita di tutti gli aggregati hanno presentato un ampio campo di variazione.  $M_2$  e  $M_3$  sono fortemente aumentati nel complesso dell'anno, mentre  $M_1$  ha segnato un rallentamento, soprattutto se si considerano i trasferimenti stimati di fondi sui conti provvisti di ordini negoziabili di prelievo (conti NOW), autorizzati su scala nazionale nel 1981. Le differenze sono attribuibili principalmente a una marcata espansione dei depositi a scadenza di elevato ammontare, compresi soltanto in  $M_3$ , e ad un aumento da \$76 a 185 miliardi dei collocamenti nei fondi di investimento del mercato monetario, compresi in  $M_2$  e  $M_3$  ma esclusi da  $M_1$ . Il rallentamento di quest'ultimo aggregato, che ha fatto

Quantità di moneta e PNL in termini reali

Variazioni su quattro trimestri, in percentuale\*



\*Basate su medie trimestrali (per il Regno Unito dati di fine trimestre). Le variazioni della quantità di moneta (Stati Uniti e Francia,  $M_2$ ; Giappone,  $M_2 + CD$ ; Germania e Italia,  $M_2$ ; Regno Unito,  $PSL_2$ ) sono state rettifiche mediante i deflatori del PNL/PIL. Scala raddoppiata per Stati Uniti e Germania.

seguito alla precedente azione della Federal Reserve diretta a moderare la crescita delle riserve proprie di liquidità delle banche, è presumibilmente indice di un orientamento restrittivo della politica monetaria. Al volgere dell'anno, tuttavia, le riserve bancarie presentavano una situazione di maggiore abbondanza, e nel primo trimestre del 1982 risultava accelerato il ritmo di crescita di  $M_1$ .

Poichè un'espansione della massa monetaria nominale può essere in parte "assorbita" da aumenti del livello dei prezzi, le variazioni della *quantità reale di moneta* sono indicative del margine disponibile per finanziare gli incrementi del prodotto. Pertanto, i movimenti della quantità reale di moneta costituiscono spesso un buon indicatore sia del grado di stretta monetaria, sia dell'evoluzione nel breve periodo del prodotto reale. Inoltre, in presenza di ampie variazioni nelle ragioni di scambio, le misure della quantità reale di moneta calcolate utilizzando i deflatori della domanda aggregata e del prodotto possono essere utili come indicatore della misura in cui sono stati finanziati gli spostamenti dei prezzi relativi.

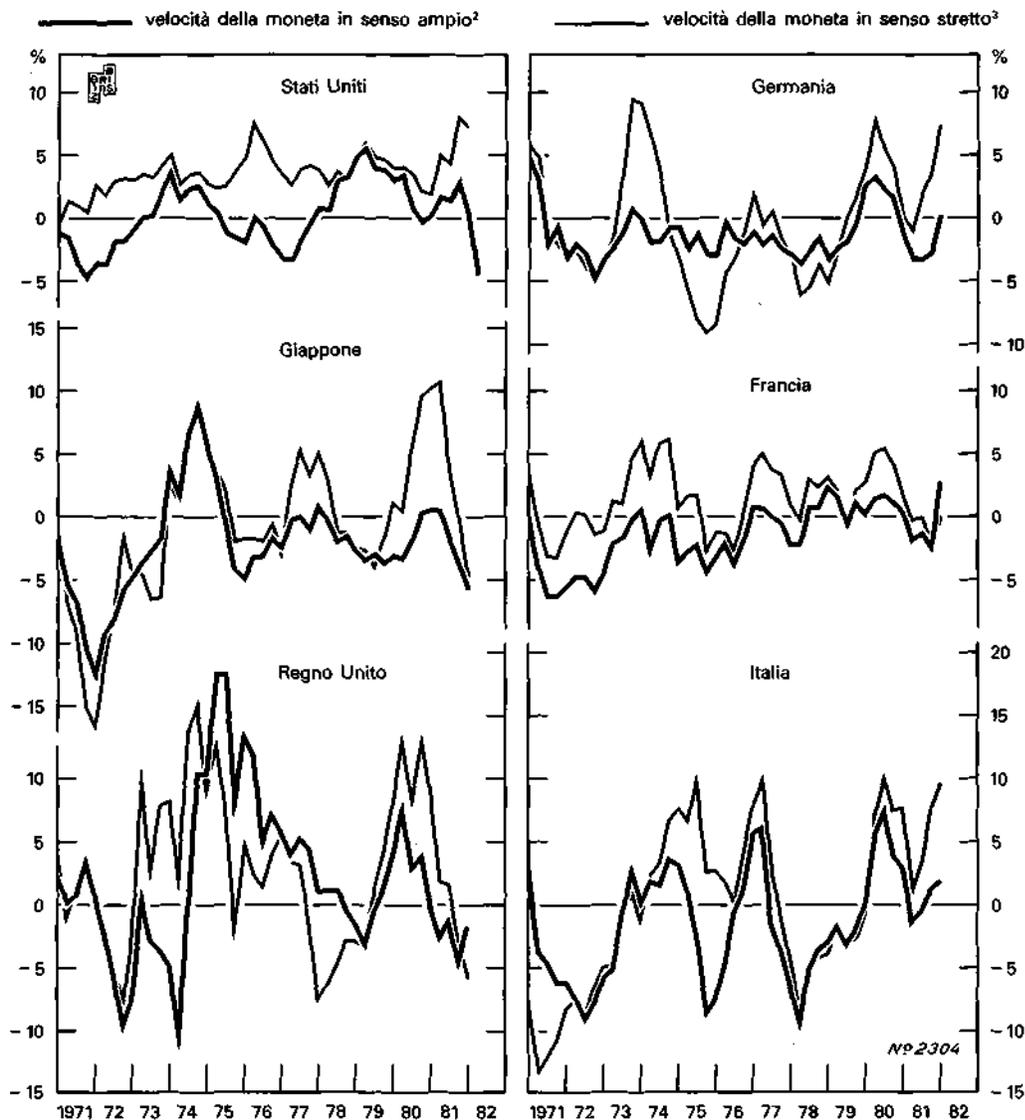
Con l'accelerarsi dell'inflazione fra il 1978 e il 1980 sono diminuiti in termini reali i tassi di espansione degli aggregati monetari nell'accezione ampia e ristretta, in anticipo rispetto al rallentamento produttivo. Tuttavia, rispetto al ciclo precedente vi sono alcune differenze. In primo luogo, la flessione è stata generalmente meno marcata (particolarmente in Giappone e nel Regno Unito), in parte di riflesso al fatto che gli effetti inflazionistici secondari sono stati minori di quelli seguiti alla prima crisi petrolifera. In secondo luogo, in netto contrasto con l'incremento avutosi nel 1976, ossia nell'anno che occupa una posizione paragonabile nel precedente periodo, la crescita reale della moneta dal 1980 ha continuato ad essere bassa o addirittura negativa, sebbene anche sotto questo aspetto il Giappone e il Regno Unito si discostino leggermente dal profilo generale. Pertanto, quand'anche si consideri il miglioramento delle ragioni di scambio osservato di recente nella maggior parte dei paesi, la crescita reale della moneta è stata severamente frenata per almeno tre anni consecutivi.

Il livello alquanto elevato dei tassi di crescita reale della moneta in Giappone nel 1981 si contrappone ai valori modesti o negativi segnati in vari altri paesi. In effetti, se le variazioni in termini reali della massa monetaria sono misurate sulla base di deflatori generali della domanda, la differenza risulta ancora più marcata, a causa del fortissimo deterioramento delle ragioni di scambio giapponesi nel 1979-80 (cfr. Capitolo III). Il grado di divergenza nelle politiche perseguite che emerge da tale raffronto non si discosta troppo da quanto si può desumere in base ad altri indicatori.

Anche i movimenti della *velocità di circolazione della moneta* in rapporto al reddito possono fornire un'indicazione circa le variazioni nell'offerta e nella domanda di moneta. Negli ultimi anni in Giappone e nel Regno Unito tale velocità di circolazione degli aggregati ampi è divenuta più stabile che in passato. Negli altri casi, il regolare profilo ciclico della velocità di circolazione degli aggregati monetari ampi e ristretti pare essersi modificato assai poco con l'introduzione di politiche dirette a stabilizzare gli aggregati stessi.

In alcuni paesi durante il 1979 e il 1980 le variazioni nella velocità di circolazione in rapporto al reddito avevano raggiunto valori elevati, pressappoco analoghi alle punte massime precedenti, il che potrebbe indicare un inasprimento

Variazioni nella velocità di circolazione in rapporto al reddito della quantità di moneta in senso ampio e ristretto<sup>1</sup>



<sup>1</sup>In base a variazioni percentuali su quattro trimestri. I dati relativi alla quantità di moneta rappresentano cifre di fine trimestre per il Regno Unito e medie trimestrali per gli altri paesi. <sup>2</sup> Per gli Stati Uniti e la Francia,  $M_2$ ; per il Giappone,  $M_2 + CD$ ; per la Germania e l'Italia,  $M_3$ ; per il Regno Unito,  $PSL_2$ . <sup>3</sup> Per gli Stati Uniti,  $M_1$  rettificato; per gli altri paesi,  $M_1$ .

della politica. Ciò vale per Stati Uniti, Germania e Francia per gli aggregati sia ampi che ristretti, e per Giappone e Regno Unito limitatamente agli aggregati ristretti. In seguito, con il rallentamento della crescita economica, i tassi di aumento della velocità sono ridiscesi a valori più prossimi a quelli medi di lungo periodo, e nella maggior parte dei casi durante lo scorso anno sono rimasti a questi livelli.

Negli Stati Uniti, in un contesto di altissimi tassi d'interesse, nell'ultimo trimestre 1981 la velocità di  $M_1$  rettificato stava crescendo ad un ritmo alquanto sostenuto rispetto ai precedenti parametri. Poiché è ben possibile che non si

ripetano aumenti di tale ampiezza, i tentativi di mantenere gli aggregati monetari pressappoco lungo il loro attuale itinerario di crescita durante l'attesa ripresa economica presuppongono buoni progressi nella riduzione dell'inflazione.

In molti paesi industriali il *credito bancario* totale all'economia ha subito un marcato rallentamento nel 1980 ed è cresciuto soltanto ad un tasso modesto durante lo scorso anno. Il ritmo di crescita del credito bancario al settore privato si è accelerato leggermente negli Stati Uniti e in Giappone, mentre ha perso ulteriormente di slancio in Belgio, Germania, Paesi Bassi, Italia e Svezia. Nel Regno Unito, dove il rallentamento nell'anno precedente era stato alquanto pronunciato, la netta ripresa avviatasi nella primavera 1981 è in parte attribuibile ad un ampliamento della quota del credito ipotecario al settore privato intermediata dalle banche. In Giappone, in Francia e nel Regno Unito gli aumenti registrati nel 1981 hanno sopravanzato l'incremento del livello generale dei prezzi, mentre in altri paesi essi si sono mantenuti semplicemente in linea con il tasso d'inflazione o sono stati addirittura inferiori a quest'ultimo.

Sistema creditizio – credito alle Imprese e alle Famiglie e credito totale interno<sup>1</sup>

Paesi	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
	variazioni percentuali sui dodici mesi terminanti in dicembre									
<b>Credito alle Imprese e alle Famiglie</b>										
Stati Uniti . . . . .	17,3	19,5	11,6	- 0,2	7,0	13,3	15,1	13,7	6,7	9,8
Giappone . . . . .	25,7	18,4	12,5	12,0	11,5	8,8	10,1	7,9	8,3	9,3
Germania . . . . .	16,0	10,9	6,5	5,2	8,9	9,0	10,7	12,1	9,7	7,2
Francia . . . . .	25,1	19,6	18,1	11,9	15,4	13,7	10,7	15,5	16,2	15,2
Regno Unito . . . . .	49,5	34,7	18,7	- 0,4	13,4	12,1	14,0	19,4	18,2	17,5
Italia . . . . .	17,7	17,6	20,4	15,0	22,4	16,4	16,4	21,6	18,0	12,0
Belgio . . . . .	22,1	20,4	10,4	18,2	15,3	18,0	12,2	17,3	8,2	7,7
Paesi Bassi . . . . .	17,9	27,8	20,5	12,2	27,6	21,1	22,1	15,8	10,2	5,4
Svezia . . . . .	10,6	12,1	11,8	12,4	11,9	13,3	11,9	13,4	11,6	10,5
<b>Credito totale interno<sup>2</sup></b>										
Stati Uniti . . . . .	12,0	13,8	9,3	5,5	9,0	9,5	10,8	12,3	8,6	8,3
Giappone . . . . .	25,2	17,1	15,1	16,7	13,7	10,6	13,7	8,4	8,4	10,0
Germania . . . . .	14,6	11,1	7,7	10,5	10,2	9,5	11,6	11,5	9,3	9,0
Francia . . . . .	21,0	15,7	18,3	15,7	15,4	12,2	9,9	14,9	14,2	16,2
Regno Unito . . . . .	23,7	29,1	14,9	9,4	11,7	12,1	9,2	14,5	15,3	14,7
Italia . . . . .	21,2	22,6	22,6	22,6	22,4	18,5	21,7	20,6	21,4	18,3
Belgio . . . . .	18,5	17,1	10,1	13,6	15,4	13,6	11,5	15,8	12,2	10,4
Paesi Bassi . . . . .	11,2	18,7	15,3	14,2	25,1	18,2	20,4	16,7	10,6	6,0
Svezia . . . . .	11,5	10,8	13,5	13,3	8,9	14,8	18,5	19,2	19,7	18,4

<sup>1</sup> Dati basati sui conti finanziari (attività e passività in essere) per gli Stati Uniti, e sui conti consolidati del sistema creditizio negli altri paesi. Cifre in parte stimate. <sup>2</sup> Credito erogato ai settori interni privato e pubblico dal sistema creditizio (compresa la banca centrale).

Tuttavia, le variazioni nel credito bancario, siano esse considerate isolatamente oppure comparate con l'evoluzione degli aggregati monetari, spesso sono influenzate dai movimenti del saldo con l'estero, piuttosto che dalle politiche monetarie. Analogamente, l'andamento dei prestiti bancari alle Famiglie rispecchia spesso più le oscillazioni della domanda che non la disponibilità di credito. Così, il ricorso al credito da parte del settore privato si muove di regola strettamente in linea con l'attività economica — benché con una rispondenza meno regolare laddove sono applicati controlli diretti — e con la spesa in investimenti fissi e in scorte da parte delle imprese. Nondimeno, raffrontando il credito bancario erogato ai differenti settori e nell'arco di corrispondenti fasi cicliche è possibile ricavare una certa indicazione per valutare se gli elevati tassi d'interesse agiscono sulla domanda di credito, oppure se le deboli posizioni finanziarie in taluni settori accrescono la domanda aggregata di credito, accentuando la pressione sui tassi d'interesse. Su questa base emerge che la domanda di credito del settore privato nel 1981 è stata eccezionalmente sostenuta negli Stati Uniti e nel Regno Unito, in quanto il suo tasso di crescita ha superato quello del credito totale interno, situandosi ad un livello decisamente più elevato di quello del 1975-76. Per contro, la domanda di credito del settore privato pare essere stata bassa in Germania, Italia, Belgio, Paesi Bassi e Svezia, mentre Giappone e Francia sembrano occupare una posizione intermedia, mostrando una crescita del credito bancario al settore privato pressappoco analoga a quella del credito totale interno, nonché ai livelli fatti registrare nel 1975-76. Nella sezione seguente saranno esaminati più analiticamente tali andamenti.

#### **Posizioni finanziarie del settore privato e mercati creditizi**

Negli Stati Uniti, né la flessione dell'attività economica agli inizi del 1980, né la recessione dello scorso anno sono state accompagnate dal consueto rafforzamento dei bilanci delle società. Invece di calare sostanzialmente, nel 1981 il disavanzo finanziario del settore delle imprese è addirittura aumentato, in quanto gli investimenti nei settori a tecnologia avanzata e dell'energia, in particolare, si sono dimostrati alquanto insensibili ai livelli dei tassi d'interesse. Di conseguenza, data la generale compressione dei profitti che si è accompagnata alla flessione dei tassi d'inflazione, da parte delle imprese pare esservi stato in alcuni casi un ampio ricorso al credito per far fronte a difficoltà finanziarie. Tuttavia, se da un lato la sensibilità ai livelli dei tassi d'interesse è stata inferiore a quanto ci si poteva aspettare, la domanda di credito bancario pare aver reagito alla struttura dei tassi. Un aggregato largamente usato per misurare il credito totale a breve concesso alle imprese, che comprende i principali strumenti del mercato monetario, ha segnato un cospicuo aumento, pari al 15%. Inoltre, ad ogni segno di ripresa sul mercato delle obbligazioni a lungo termine si è accompagnato un aumento del volume delle nuove emissioni delle società, e questo settore ha accresciuto le proprie disponibilità finanziarie. Si è tuttavia trattato di importi modesti in relazione all'investimento e al nuovo indebitamento a breve delle imprese, e la maggior parte degli indicatori della posizione finanziaria delle imprese ha mostrato un ulteriore deterioramento. Il ricorso al credito a breve è andato accrescendosi già da parecchi anni sotto l'effetto di incentivi fiscali all'indebitamento e, presumibilmente, a causa della mancata previsione da parte delle imprese dell'aumento dei tassi d'interesse a lungo termine. I bilanci aziendali risultano attualmente così distorti che molte società sono costrette

a prendere provvedimenti per allungare la scadenza dei propri debiti non appena si profila una flessione dei tassi d'interesse.

Nel Regno Unito la situazione finanziaria delle società industriali e commerciali pare essere migliorata lo scorso anno grazie alle riduzioni delle scorte e della manodopera impiegata. Il volume delle emissioni azionarie è stato di gran lunga superiore a quello cui si assisteva da parecchi anni, e sia nel 1980 che nel 1981 la dinamica degli investimenti fissi delle imprese ha retto meglio che nel 1975. Il tasso d'investimento spiega in parte come sia rimasto alquanto forte il ricorso al credito bancario da parte delle società e come inoltre, nonostante il miglioramento manifestatosi, le loro posizioni finanziarie permangano fundamentalmente deboli. Malgrado i guadagni di produttività, i profitti sono scesi a livelli molto bassi, mentre i costi connessi alla chiusura di impianti ed ai programmi di ridimensionamento del personale devono aver comportato un'erosione del patrimonio netto aziendale. Inoltre, è probabile che il miglioramento complessivo delle posizioni di bilancio sia principalmente dovuto al settore petrolifero del Mare del Nord, mentre la maggior parte delle industrie di trasformazione hanno subito una severa compressione dei profitti. Infine, sebbene molte società abbiano potuto aumentare la propria liquidità mediante riduzioni di spesa, ciò è stato in gran parte collegato al ciclo delle scorte e, allorché nella seconda metà del 1981 il processo di decumulo delle giacenze si è esaurito, il settore delle imprese è ritornato ad una posizione di disavanzo finanziario.

In Giappone, dove negli ultimi anni si è avuto un miglioramento della redditività delle imprese, nel 1981 il disavanzo finanziario di questo settore ha mostrato una sensibile contrazione. Le società hanno continuato ad accumulare disponibilità e a mutuare fondi dalle istituzioni finanziarie. Notevole è stato altresì il ricorso alle emissioni obbligazionarie e azionarie. In Germania, benché lo scorso anno si sia indebolita la capacità di autofinanziamento del settore delle imprese, le posizioni finanziarie di quest'ultimo sono migliorate in quanto le società hanno ridotto la spesa in investimenti accumulando disponibilità finanziarie.

Per quanto concerne gli altri settori, negli Stati Uniti lo scorso anno il nuovo indebitamento delle Famiglie si è indebolito pur restando a livelli alquanto elevati, soprattutto a causa dell'atonia del credito per l'acquisto di abitazioni. Nel Regno Unito i prestiti ipotecari concessi dalle banche sono invece fortemente aumentati, anche se ciò è avvenuto in parte a scapito di altre categorie di credito. Poiché l'edilizia residenziale è rimasta assai depressa, parrebbe che le Famiglie si siano indebitate per sostenere la spesa in beni di consumo. In Germania e in Giappone il nuovo ricorso al credito da parte delle Famiglie (compresi i prestiti per abitazioni) pare essere stato alquanto contenuto.

### **Fabbisogno del settore pubblico e mercati finanziari**

Un altro aspetto dell'evoluzione del credito bancario è stato che il credito erogato al settore pubblico, fortemente accresciutosi nel 1975 in presenza di un indebolimento della domanda del settore privato, lo scorso anno non ha affatto contribuito con la stessa intensità (a parte l'importante eccezione della Svezia) all'espansione del credito bancario totale. In molti casi ciò rispecchia principalmente i notevoli sforzi compiuti negli ultimi anni per finanziare quanto più possibile il

Ricorso al credito e debito in essere del settore pubblico<sup>1</sup>

Paesi	Amministrazione centrale					Amministrazioni pubbliche				
	1973	1975	1979	1980	1981	1973	1975	1979	1980	1981
<b>Fabbisogno finanziario<sup>2</sup></b>	in percentuale del PNL									
Stati Uniti . . . . .	0,8	5,3	1,5	3,1	2,9	1,2	6,2	2,1	3,7	3,2
Giappone . . . . .	1,5	2,7	5,3	5,8	5,6	3,6	5,1	7,7	8,0	7,7
Germania . . . . .	0,3	3,3	1,9	1,9	2,6	0,1	6,6	3,4	3,8	4,8
Francia . . . . .	- 0,6	3,0	1,2	1,4	2,0	- 0,9	2,2	0,6	- 0,4	1,6
Regno Unito . . . . .	3,2	8,0	5,4	4,9	4,1	5,0	9,5	6,3	5,7	4,5
Italia . . . . .	8,4	11,6	11,2	10,6	12,5	10,3	14,2	11,8	10,9	13,2
Belgio . . . . .	4,0	5,8	8,0	9,8	13,9	5,2	6,5	9,1	12,1	16,3
Paesi Bassi . . . . .	- 0,3	3,1	4,2	4,6	6,0	1,4	4,8	4,8	6,5	7,4
<b>Indebitamento sul mercato creditizio<sup>3</sup></b>	in percentuale dell'indebitamento sul mercato creditizio di tutti i settori interni non finanziari									
Stati Uniti . . . . .	4,2	42,6	10,2	23,1	24,1	11,4	49,1	14,4	26,9	26,8
Giappone . . . . .	5,1	11,2	25,8	27,2	25,2	12,8	21,1	38,0	37,4	34,6
Germania . . . . .	5,5	31,3	14,0	16,1	21,6	17,2	57,6	23,9	29,6	40,6
Francia . . . . .	- 9,3	17,3	6,4	7,1	12,1	1,1	26,8	14,2	11,6	18,2
Regno Unito . . . . .	20,6	54,2	38,9	36,1	25,4	28,3	63,3	44,2	42,5	28,8
Italia . . . . .	33,3	45,5	52,5	51,9	56,9	41,1	55,7	55,5	53,3	60,1
Belgio . . . . .	31,0	41,2	41,6	48,2	52,3	40,0	46,4	48,3	63,9	68,4
<b>Debito in essere verso il mercato creditizio<sup>4</sup></b>	in percentuale del debito in essere di tutti i settori interni non finanziari verso il mercato creditizio									
Stati Uniti . . . . .	18,2	19,5	18,5	19,0	19,4	26,9	28,3	25,6	25,8	25,8
Giappone . . . . .	4,4	5,7	13,2	15,1	16,2	10,5	13,0	22,2	24,2	25,4
Germania . . . . .	4,5	7,7	11,2	11,7	12,6	18,0	22,7	25,3	25,7	27,1
Regno Unito . . . . .	34,6	38,0	38,5	41,0	.	46,1	49,5	47,6	49,6	.
Italia . . . . .	33,6	37,0	47,5	48,3	.	42,2	44,7	51,9	52,1	.
<b>Poste per memoria:</b>	Settori interni non finanziari									
	<i>indebitamento sul mercato creditizio</i>					<i>debito in essere verso il mercato creditizio</i>				
	in percentuale del PNL									
Stati Uniti . . . . .	14,8	12,9	15,2	13,0	12,4	159,7	163,3	167,9	169,2	167,2
Giappone . . . . .	28,2	24,0	20,3	21,4	22,2	155,4	160,3	180,7	189,5	201,3
Germania . . . . .	10,1	10,9	12,9	12,5	12,1	102,2	109,2	120,8	125,0	132,4
Francia . . . . .	11,6	15,7	13,3	11,9	15,8	.	.	.	.	.
Regno Unito . . . . .	18,2	13,5	16,5	14,5	13,9	132,0	115,5	105,7	104,3	.
Italia . . . . .	24,8	25,6	20,9	20,0	20,9	137,4	144,4	130,3	124,0	.
Belgio . . . . .	13,7	14,2	16,1	14,8	15,1	.	.	.	.	.

<sup>1</sup> Stime BRI, basate su dati nazionali che differiscono concettualmente da paese a paese. <sup>2</sup> Variazione netta dell'indebitamento e dei saldi liquidi (compreso l'indebitamento per l'erogazione di crediti). Per le amministrazioni pubbliche in Francia: accreditamento netto (-). Cifre basate sui dati della finanza pubblica e dei Conti finanziari. <sup>3</sup> In linea di principio, indebitamento in moneta nazionale presso gli altri settori in forma di emissione di titoli e di credito ottenuto da istituzioni finanziarie. Dati basati principalmente sui conti finanziari. <sup>4</sup> Escluse le azioni. Per Stati Uniti, Germania e Giappone, escluse passività in essere altrimenti corrispondenti ai flussi creditizi. Per gli altri paesi, dati basati in parte su fonti diverse.

fabbisogno del settore pubblico senza ricorrere alle istituzioni creditizie. Conseguentemente, non è difficile comprendere perché il fabbisogno corrente e prospettico del settore pubblico è così spesso chiamato in causa per spiegare gli elevati livelli dei tassi d'interesse reali, anche se in alcuni paesi l'impatto sui tassi d'interesse è stato minore - e quindi corrispondentemente maggiore quello sulla crescita dell'offerta di moneta - a causa dell'indebitamento all'estero del settore pubblico. La tabella in alto fornisce un'indicazione di come in diversi paesi le ingenti operazioni di finanziamento del settore pubblico si siano evolute negli anni

più recenti in relazione al prodotto, ai mercati creditizi e al debito totale in essere. La tabella a pagina 79 mostra inoltre i disavanzi finanziari delle amministrazioni pubbliche in rapporto al risparmio lordo del settore privato. Quel che tuttavia non emerge dalle tabelle sono gli ulteriori forti aumenti che si pongono in prospettiva per alcuni paesi. Ciò potrebbe senz'altro costituire il più importante aspetto dei disavanzi del settore pubblico, particolarmente negli Stati Uniti. Alcune implicazioni di questo aspetto sono trattate nel Capitolo II. Evidentemente si impone una certa cautela nel compiere raffronti fra paesi che presentano differenti quadri istituzionali.

Il fabbisogno finanziario deriva dal disavanzo del conto economico delle amministrazioni pubbliche e dai crediti erogati da questo settore a fini di politica economica. Esso corrisponde generalmente all'indebitamento lordo complessivo, rettificato dei movimenti dei saldi di tesoreria. Le cifre rispecchiano il deterioramento dei bilanci pubblici prodottosi in tutti i maggiori paesi industriali nella metà degli anni settanta e i progressi relativamente modesti conseguiti successivamente, prima del nuovo recente peggioramento. Esse mostrano un diverso profilo evolutivo nel Belgio e nei Paesi Bassi, dove il fabbisogno ha continuato ad accrescersi di anno in anno, e nel Regno Unito, dove esso è diminuito in rapporto al PNL sia nel 1980 che nel 1981. In Italia e in Francia nel 1981 si è registrato un incremento abbastanza consistente. Per la Francia sono previsti ulteriori aumenti, anche se il fabbisogno potrà restare relativamente modesto in rapporto al PNL. Per quanto riguarda l'Amministrazione federale degli Stati Uniti tale quota potrebbe accrescersi sensibilmente nei prossimi anni; ciò dipenderà dall'andamento del prodotto, dei prezzi e dei tassi d'interesse, nonché dal fatto che vengano attuate o meno ulteriori misure correttive.

Il rapporto fra l'indebitamento lordo delle amministrazioni pubbliche e il totale dei fondi raccolti dai settori interni non finanziari sul mercato creditizio (escludendo la maggior parte dei fondi raccolti all'estero) conferma la predominanza del settore pubblico sui rispettivi mercati nazionali, sebbene parte dei fondi da esso ottenuti siano quindi erogati in crediti all'economia privata. Per molti paesi spiccano i valori massimi toccati nel 1975; tuttavia, poiché si trattò di un anno in cui la domanda privata di credito subì una brusca contrazione, il ricorso complessivo ai mercati fu alquanto modesto. Sempre nel 1975 si registrò un aumento della propensione al risparmio delle Famiglie che sostenne l'accumulazione di attività nel settore privato; cosicché, in rapporto al risparmio finanziario lordo di questo settore, l'espansione dell'indebitamento pubblico anche se lentamente, fu un po' meno marcata. Partendo dall'ipotesi che ora si avvii una ripresa economica mondiale, nulla di paragonabile con questi due sviluppi si sarà prodotto durante l'attuale recessione.

Un altro fatto inquietante è che, dopo l'espansione intervenuta nel 1975, la presenza del settore pubblico sul mercato del credito è rimasta considerevole. I governi hanno indugiato nel prendere provvedimenti diretti ad evitare che gli ampi fabbisogni divenissero strutturali, a parte la notevole eccezione costituita dagli sforzi di contenimento della spesa compiuti nel Regno Unito. Nel 1979, anno relativamente prospero nonostante i nuovi rincari del petrolio, l'indebitamento pubblico in rapporto al ricorso complessivo al credito e in relazione al risparmio privato fu ovunque assai superiore a quello del 1973. In alcuni paesi, inoltre, la

crescita relativamente rapida del debito pubblico (muovendo da bassi livelli nel caso del Giappone e della Germania) ha richiesto notevoli cambiamenti nella composizione dei portafogli privati.

Negli Stati Uniti, se si considera l'indebitamento delle istituzioni creditizie pubbliche la quota netta delle amministrazioni pubbliche sul ricorso al mercato del credito da parte dei settori interni finanziari e non finanziari ha raggiunto nel 1981 un valore superiore al 30%. Anche in molti paesi europei le istituzioni finanziarie appartenenti alla sfera pubblica svolgono un ruolo importante sui mercati del credito. In Giappone l'indebitamento del settore pubblico non finanziario unitamente alle emissioni di titoli delle istituzioni finanziarie pubbliche è stato quasi pari alla metà dei fondi raccolti sul mercato interno nel 1980.

Vi sono altresì talune differenze nella struttura del risparmio e dell'investimento. Il risparmio finanziario netto nel settore delle famiglie è stato tradizionalmente molto più basso negli Stati Uniti che altrove. Ciò rispecchia un livello relativamente ridotto di accumulazione di attività, nonché un'elevata propensione all'indebitamento di tale settore. Pertanto, in mancanza di un importante aumento nel risparmio delle Famiglie, le risorse disponibili all'interno per finanziare i disavanzi sommati del settore pubblico e delle imprese rimangono necessariamente alquanto limitate.

#### Risparmio finanziario netto<sup>1</sup>

Paesi	Settore pubblico e imprese <sup>2</sup>						Famiglie <sup>3</sup>					
	1973	1975	1978	1979	1980	1981	1973	1975	1978	1979	1980	1981
	in percentuale del PNL											
Stati Uniti . . . . .	- 3,9	- 3,7	- 2,0	- 1,5	- 2,3	- 2,3	3,1	4,1	0,6	0,8	2,1	2,3
Giappone . . . . .	- 10,5	- 11,4	- 10,1	- 11,1	- 10,4	- 10,7	8,8	10,5	11,1	9,2	8,3	13,1
Germania . . . . .	- 2,6	- 6,9	- 2,7	- 4,9	- 6,4	- 6,6	3,4	7,0	3,2	3,1	3,5	3,6
Francia . . . . .	- 4,2	- 5,9	- 5,3	- 4,3	- 4,8	- 6,1	3,5	5,7	5,2	3,6	2,8	3,7
Regno Unito . . . . .	- 5,8	- 7,2	- 4,4	- 5,7	- 5,4	- 3,7	3,2	5,4	5,5	6,5	7,9	6,5
Italia . . . . .	- 18,0	- 20,2	- 13,9	- 12,6	- 15,1	- 18,3	16,0	16,7	16,2	14,9	11,4	12,9
Paesi Bassi . . . . .	- 7,8	- 8,4	- 9,7	- 10,0	- 10,7	- 7,1	11,7	10,8	8,8	8,5	9,0	9,4

<sup>1</sup> Dati basati sulla Contabilità nazionale e sui Conti finanziari. <sup>2</sup> Compresa le imprese pubbliche. Per Giappone, Francia e Regno Unito, escluse le imprese prive di personalità giuridica. <sup>3</sup> Per Giappone, Francia e Regno Unito, comprese le imprese prive di personalità giuridica.

Nell'intento di limitare l'impatto dei disavanzi pubblici sull'espansione monetaria, le autorità hanno cercato di diversificare le tecniche di finanziamento del fabbisogno. In alcuni paesi il settore pubblico è divenuto praticamente l'unico mutuatario sul mercato a lungo termine. Gli elevati rendimenti non solo hanno sospinto le imprese verso il mercato a breve - ciò che in parte spiega l'esistenza di curve dei rendimenti decrescenti - ma possono altresì essere divenuti più un indicatore del costo che l'amministrazione pubblica è disposta a sopportare che non delle aspettative delle imprese in termini di profitto e di inflazione. Nel Regno Unito il credito ottenuto dall'amministrazione centrale al di fuori del settore bancario (in gran parte a lungo termine) lo scorso anno ha superato di gran lunga il fabbisogno di finanziamento, mentre la domanda privata di credito è rimasta

fortemente concentrata sui mercati a breve. In tale inconsueta situazione, la Banca d'Inghilterra ha acquisito ingenti importi di strumenti a breve emessi dal settore privato. In diversi paesi, fra cui il Regno Unito e l'Italia, sono state prese iniziative per ridurre la pressione dell'indebitamento pubblico sul mercato a lungo termine, fra le quali un accorciamento delle scadenze medie, l'emissione di titoli a tasso variabile e l'introduzione di obbligazioni indicizzate. In altri paesi, come ad esempio in Belgio, Svezia e Danimarca, il settore pubblico ha fatto largamente ricorso al credito estero.

Tutte queste tecniche appartengono a quel tipo di espedienti che a loro volta creano nuovi problemi. I disavanzi di bilancio troppo ampi sembrano destinati ad impartire spinte al rialzo ai tassi d'interesse — direttamente, se non ha luogo un eccessivo finanziamento monetario o, in caso contrario, attraverso il loro impatto sulle aspettative inflazionistiche e sui premi di rischio. Inoltre, l'indebitamento all'estero del settore pubblico, anche se non influisce direttamente sui tassi d'interesse interni, può rafforzare il tasso di cambio, deteriorando in tal modo la posizione concorrenziale del paese. In definitiva queste pressioni possono essere allentate soltanto mediante un'azione diretta a ridurre il fabbisogno stesso.

### **Deregolamentazione e innovazioni finanziarie**

Nell'intento di spiegare il comportamento dei tassi d'interesse, le precedenti sezioni hanno messo in rilievo il ruolo della politica monetaria, della domanda privata di credito e dei disavanzi pubblici, con particolare riferimento agli Stati Uniti. In quest'ultimo paese un ulteriore fattore che ha influenzato l'andamento sia dei tassi d'interesse sia — come sarà trattato più avanti — degli aggregati monetari, è costituito dalla graduale liberalizzazione dei mercati creditizi e dal processo di innovazione finanziaria avviatosi nella metà degli anni sessanta. Mentre in precedenza i massimali avevano compreso i tassi d'interesse su tutti i depositi a scadenza e a risparmio presso le banche e gli istituti di risparmio, nei primi anni settanta sono state tolte le limitazioni sui depositi a scadenza di grosso ammontare. Fra il giugno 1978 e l'ottobre 1981 per diverse categorie di depositi a scadenza sono stati introdotti dei massimali ai tassi d'interesse, aggiustabili in relazione ai rendimenti dei titoli federali. Nel 1980 e 1981 sono stati altresì aboliti molti tipi di massimali posti ai tassi d'interesse sui prestiti concessi da istituzioni finanziarie.

Tale deregolamentazione, unitamente al processo di innovazione finanziaria in corso, ha influito in vari modi sull'andamento dei tassi d'interesse. Anzitutto, mentre le banche solitamente reagivano alle pressioni sulle proprie riserve di liquidità soprattutto vendendo titoli e razionando il credito alla clientela, negli ultimi anni esse sono state in grado di continuare a rendere disponibile nuovo credito ingaggiando un'accanita concorrenza in termini di tassi d'interesse per attrarre depositi (ossia mediante la cosiddetta "gestione delle passività") e aumentando i tassi attivi in misura assai maggiore che in passato. Analogamente, la possibilità da parte degli istituti di risparmio di raccogliere fondi offrendo elevati tassi d'interesse, congiunta all'autorizzazione dei tassi ipotecari variabili, ha fatto sì che non fosse bruscamente interrotta l'offerta di prestiti per l'edilizia abitativa, come era invece successo in precedenti casi di "strozzatura" del credito. In generale, la concorrenza di nuovi tipi di istituzioni e di strumenti, nonché la crescente

accortezza del pubblico a riguardo dei rendimenti, può aver incoraggiato il processo di liberalizzazione dei tassi d'interesse. Tutto sommato, i cambiamenti normativi e le altre innovazioni hanno senza dubbio migliorato l'efficienza allocativa dei mercati creditizi, contribuendo a proteggere le tradizionali istituzioni raccoglitrice di depositi da ritiri massicci di fondi. Tuttavia, accordando un ruolo più importante al meccanismo del prezzo nella determinazione del volume del credito, questi mutamenti hanno altresì contribuito all'eccezionale innalzamento dei tassi d'interesse.

In secondo luogo, poiché le attività finanziarie e i depositi per fini transattivi diventano in misura sempre più ampia soggetti a tassi d'interesse determinati dal mercato, tende a declinare la reattività degli aggregati monetari alle variazioni dei tassi d'interesse. Negli Stati Uniti tale fenomeno pare essere stato in gran parte la causa della differenza avutasi nel 1981 fra i tassi di crescita di  $M_1$  e quelli degli aggregati più ampi; esso implica inoltre, in termini più generali, che i tentativi di controllare l'evoluzione degli aggregati monetari saranno accompagnati da tassi d'interesse nominali più elevati e più variabili.

Infine, il maggiore affidamento fatto sul meccanismo dei prezzi, unitamente ad un'accresciuta instabilità dei tassi d'interesse, pare aver aumentato i rischi dell'intermediazione finanziaria, quanto meno durante un certo periodo di transizione. Ciò può spiegare in parte gli elevati tassi d'interesse a lungo termine, ed ha probabilmente anche contribuito all'ampliamento del margine esistente fra i tassi sui depositi e quelli sugli impieghi.

Il processo di deregolamentazione e di innovazione si è spinto più avanti negli Stati Uniti per ragioni istituzionali; tuttavia un maggior affidamento sul meccanismo del mercato è stato osservato anche altrove. A causa della reattività ai tassi d'interesse dei flussi internazionali di capitali, altri paesi hanno subito in parte le ripercussioni dei cambiamenti avvenuti negli Stati Uniti.

### **Aspettative inflazionistiche, premi di rischio e altri fattori**

Una spiegazione completa dei recenti alti tassi d'interesse richiede anche che sia presa in considerazione la radicata mentalità inflazionistica che è venuta formandosi nel corso degli anni. Senza dubbio si è modificato sostanzialmente l'atteggiamento non soltanto dei mutuatari e dei prestatori di fondi, ma altresì quello degli operatori sui mercati dei beni e del lavoro. Tuttavia, poiché i cambiamenti delle aspettative inflazionistiche sono caratterizzati da un elevato grado di inerzia, nel valutare il loro impatto sui tassi d'interesse nominali è opportuno distinguere due fasi. L'accelerazione dell'inflazione negli ultimi anni sessanta e all'inizio del decennio successivo pare non essere stata del tutto prevista, cosicché le aspettative inflazionistiche si sono mosse in ritardo rispetto ai tassi d'inflazione effettivi, e nella maggior parte dei paesi i tassi d'interesse reali *ex post* sono rimasti negativi durante tutto questo periodo. Nella fase più recente, per contro, le aspettative inflazionistiche sembrano sopravanzare i tassi effettivi, di riflesso ai diffusi timori che in futuro i tassi d'inflazione restino elevati o aumentino nuovamente. Come già notato, ciò si è tradotto per il momento in altissimi tassi d'interesse reali *ex post*. In retrospettiva, non sorprende forse che le aspettative inflazionistiche abbiano nuovamente dimostrato di adeguarsi con lentezza. Negli Stati Uniti, ad esempio, nel

dopoguerra il tasso d'inflazione è salito a livelli sempre più alti ad ogni successivo ciclo economico e, fino ad epoca recente, nella maggior parte dei paesi i salari nominali hanno risposto tardivamente alla stretta monetaria. Inoltre, sebbene alcuni paesi siano riusciti a frenare l'ascesa dei prezzi con il contributo di un apprezzamento della propria moneta, i tassi d'inflazione sono rimasti in genere elevati e instabili. Un ultimo e forse più importante fattore è che permane ancora vivo il ricordo di politiche di "stop-go" impiegate in passato e che sussiste un'acuta sensibilità alle potenziali conseguenze inflazionistiche dei disavanzi pubblici.

E' altresì degno di rilievo il fatto che negli ultimi tempi i tassi d'interesse sono stati più variabili dello stesso tasso d'inflazione. I detentori di obbligazioni hanno subito pesanti perdite in conto capitale, cui hanno corrisposto forti guadagni dei mutuatari. In tali circostanze i prestatori di fondi non sono disposti ad assumersi impegni a lungo termine senza un adeguato compenso per il rischio atteso. Pare probabile quindi che i tassi d'interesse a lungo termine incorporino ora un notevole premio per tale rischio e per la rinuncia alla liquidità. Questo premio dovrebbe ridursi qualora fossero abbassati i tassi d'inflazione; tuttavia, a meno che il mercato dimostri di avere una memoria labile, esso potrebbe in parte permanere persino in tale ipotesi.

Infine, l'impatto delle aspettative inflazionistiche sui tassi d'interesse potrebbe essere stato amplificato dalla possibilità di dedurre dal reddito gli interessi passivi ai fini fiscali. Ciò si applica non solo in modo assai generalizzato per il settore delle imprese, ma — negli Stati Uniti e in certi altri paesi — anche per il settore delle famiglie. Benché non costituisca una novità, questa facilitazione può contribuire a spiegare perché i tassi d'interesse nominali al lordo della deduzione fiscale aumenterebbero in misura più che proporzionale al tasso d'inflazione. Negli ultimi anni si è andata diffondendo, almeno presso alcune categorie di mutuatari e di prestatori di fondi, la consapevolezza dell'importanza dei calcoli basati sui costi e sui ricavi reali al netto dell'imposizione fiscale.

### **Implicazioni strutturali dei tassi d'interesse alti e variabili**

Si può senz'altro ritenere che l'eventuale persistenza di elevati tassi d'interesse reali agirà in senso depressivo sugli investimenti e sulla crescita economica. L'esperienza indica che gli alti tassi d'interesse hanno un impatto particolarmente marcato sull'edilizia residenziale e sugli altri progetti d'investimento con lunghi periodi di gestazione. Persino tassi d'interesse a breve temporaneamente elevati sono fonte di problemi particolarmente per le imprese commerciali che devono finanziare ingenti scorte, nonché per le piccole imprese industriali e agricole tipicamente gravate da un forte indebitamento a breve.

In alcuni paesi pesanti oneri per interessi si sono aggiunti alle difficoltà già presenti nelle società non finanziarie che operano in settori con problemi strutturali. Gli alti tassi hanno contribuito a determinare forti perdite di valore dei beni immobiliari, dei metalli preziosi e delle materie prime, che hanno eroso le posizioni patrimoniali dei detentori di attività; ciò a sua volta tende necessariamente ad indebolire la domanda globale. Inoltre, l'instabilità dei tassi d'interesse ha favorito le fluttuazioni dei tassi di cambio, l'accorciamento delle scadenze nei contratti di prestito e in generale lo stabilirsi di un clima di incertezza economica. Infine, gli

elevati tassi d'interesse nominali hanno dilatato i disavanzi pubblici, accentuando così le pressioni sulle autorità per una riduzione delle uscite e/o per un aumento delle entrate fiscali, e influenzando sfavorevolmente le aspettative inflazionistiche. Tutto sommato, pur considerando un eventuale effetto sui consumi correnti privati ottenuto attraverso il maggiore reddito disponibile del settore delle famiglie nel suo complesso, praticamente non vi sono dubbi che i tassi d'interesse alti ed instabili riducono il ritmo della crescita produttiva.

Per quanto concerne le istituzioni finanziarie, la situazione patrimoniale e di liquidità è stata influenzata negativamente dalle distorsioni nella struttura dei tassi d'interesse e dall'esigenza di prevedere maggiori accantonamenti per insolvenze. Talune banche commerciali e casse di risparmio, che tradizionalmente svolgono un'intensa attività di trasformazione delle scadenze si trovano costrette a corrispondere elevati tassi passivi collegati al mercato monetario per trattenere i depositi, mentre i loro impieghi sono costituiti da prestiti o titoli a lungo termine a bassa remunerazione. Le difficoltà finanziarie delle *Savings and Loan Associations* negli Stati Uniti, che hanno dovuto entrare in concorrenza con i fondi di investimento del mercato monetario nella raccolta di mezzi, costituiscono un esempio particolarmente evidente. Nel 1981 il loro patrimonio netto complessivo è diminuito fortemente e un crescente numero di istituti ha cominciato a dar motivo di inquietudine quanto alla solvibilità. Lo scorso anno il Congresso ha permesso alle istituzioni raccoglitrice di depositi di emettere certificati di risparmio di limitato ammontare che beneficiano di un trattamento fiscale privilegiato. Inoltre, le autorità di vigilanza hanno preso provvedimenti per facilitare la fusione fra istituti di risparmio deboli e altri relativamente forti, e la Federal Reserve ha predisposto uno speciale sportello di sconto per l'assistenza addizionale alle banche e agli istituti di risparmio con persistenti problemi di liquidità. Nella primavera del 1982 è comunque divenuto evidente che in assenza di un deciso calo dei tassi d'interesse è destinato ad aumentare il numero degli istituti in difficoltà.

Agli inizi del 1982, in alcuni paesi europei i tassi d'interesse a breve presentavano, rispetto ai rendimenti a lungo termine, uno scarto superiore a quelli presenti nel 1980 e nel 1981, e parte delle pressioni sulle istituzioni finanziarie si erano fatte meno severe. Permaneva tuttavia elevata l'incidenza dei dissesti fra le imprese non finanziarie e un crescente numero di banche doveva far ricorso a riserve tacite, oppure presentare a bilancio minori utili per accrescere gli accantonamenti a fronte dei crediti di dubbia esigibilità.

La fragilità finanziaria pone dei limiti ristretti al margine di manovra delle autorità nel perseguire politiche antinflazionistiche, soprattutto se l'onere principale della stretta è sopportato dalla politica monetaria. E' possibile che negli ultimi tempi sia mutata l'elasticità del sistema — anche se non è ancora chiaro in quale misura — in conseguenza degli sforzi compiuti dai mercati per adattarsi ai tassi d'interesse elevati ed instabili. L'accorciamento delle scadenze dei crediti e l'accresciuto impiego di tassi d'interesse variabili può aver contribuito a proteggere le istituzioni finanziarie, aumentando per contro l'incertezza per i mutuatari. Laddove sono diffusamente in uso i contratti di prestito a lungo termine con tasso d'interesse fisso, l'effetto principale degli aumenti dei tassi può essere quello di scoraggiare il nuovo indebitamento. Rispetto a quelli fissi, i tassi variabili potrebbero influire meno sulla collocazione temporale della spesa, agendo tuttavia di più sul reddito e sul flusso di

risorse finanziarie delle imprese e delle famiglie con debiti ipotecari in essere. Effetti di questo tipo possono accentuare l'impatto della politica monetaria sulla spesa aggregata, tuttavia è possibile che aumentino l'opposizione del pubblico nei confronti di una protratta stretta creditizia. Gli effetti in termini di reddito e di risorse liquide sulla capacità degli intermediari finanziari di detenere disponibilità in titoli può contribuire a spiegare per quali ragioni di recente le fluttuazioni dei tassi d'interesse a breve si sono trasmesse con tanta intensità ai mercati a lungo termine. Lo sviluppo di mercati a termine sui tassi d'interesse può permettere la copertura di taluni tipi di rischi, ma ne accresce forse altri. Negli Stati Uniti le fusioni di istituzioni finanziarie, riducendo la concentrazione regionale delle rispettive esposizioni creditizie e contribuendo a diversificare l'attività sotto altri aspetti, potrebbero in definitiva rafforzare l'efficienza del sistema finanziario. D'altra parte, data la maggiore sensibilità del pubblico ai tassi d'interesse, è possibile che in quasi tutti i paesi le istituzioni raccoglitrice di depositi abbiano perso permanentemente parte delle risorse costituite da saldi transattivi e da risparmi a bassa remunerazione.

### **Obiettivi e tecniche della politica monetaria**

Lo scorso anno gli sviluppi sui mercati finanziari hanno portato alla ribalta un'ampia serie di problemi concernenti la concezione e la condotta della politica monetaria. Da un lato, vi è stato il dibattito, tuttora in corso, sull'opportunità dei tentativi diretti a rispettare nel breve periodo gli obiettivi fissati per gli aggregati monetari, sull'efficacia delle differenti tecniche di controllo a ciò finalizzate, e sull'impatto delle diverse procedure operative esercitate sulla stabilità dei tassi d'interesse e dei cambi. Dall'altro, il dibattito ha riguardato il problema di quali aggregati monetari le autorità debbano adottare come grandezza di obiettivo in un contesto di innovazioni finanziarie e di fluttuazioni estremamente ampie dei tassi d'interesse. Su un piano ancora diverso sono emersi dubbi di fondo circa l'efficacia delle politiche imperniate sul controllo della quantità di moneta, e ci si è domandato quali altri obiettivi o indicatori potrebbero essere presi in considerazione nel formulare la politica monetaria attuale e futura.

Mentre la controversia sulle tecniche si è sviluppata principalmente negli Stati Uniti e, in certa misura, nel Regno Unito, la problematica riguardante la scelta degli obiettivi è stata oggetto di dibattito anche in diversi altri paesi.

*Obiettivi monetari ed evoluzione degli aggregati.* I tassi effettivi di espansione monetaria registrati lo scorso anno nel quadro di politiche di controllo degli aggregati si sono in molti casi discostati in misura apprezzabile dagli obiettivi annunciati. Nel complesso dell'anno l'espansione degli aggregati rispettivamente prescelti è scesa in varia misura al disotto del valore o dell'intervallo posto come obiettivo in Germania, Svizzera e Canada, mentre è risultata alquanto superiore in Francia, Regno Unito e Italia. Negli Stati Uniti la crescita di  $M_1$  rettificato e quella degli aggregati più ampi hanno presentato una divergenza assai più marcata di quella prevista al momento della fissazione degli obiettivi.

In parecchi casi gli obiettivi di politica monetaria sono stati modificati nel corso dell'anno. La Bundesbank, nel riconsiderare la propria politica verso la metà dell'anno, aveva confermato l'intenzione di mantenere l'espansione della moneta della banca centrale in prossimità del limite inferiore dell'intervallo annunciato.

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

Paesi	Aggregato monetario o creditizio	Obiettivo <sup>1</sup>				Crescita effettiva <sup>2</sup>			
		1979	1980	1981	1982	1979	1980	1981	1982
in percentuale									
Stati Uniti . . . . .	M <sub>1</sub> <sup>3</sup>	3,0-6,0	4,0-6,5	3,5-6,0	2,5-5,5	5,5	6,7	2,3	10,8
	M <sub>2</sub> <sup>3</sup>	5,0-8,0	6,0-9,0	6,0-9,0	6,0-9,0	8,3	9,8	9,4	10,1
	M <sub>3</sub> <sup>3</sup>	6,0-9,0	6,5-9,5	6,5-9,5	6,5-9,5	8,1	9,9	11,3	8,9
	Credito bancario totale	7,5-10,5 <sup>4</sup>	6,0-9,0 <sup>4</sup>	6,0-9,0 <sup>4</sup>	6,0-9,0 <sup>4</sup>	11,0	8,0	8,8 <sup>5</sup>	.
Giappone . . . . .	M <sub>2</sub> + CD	11,0 <sup>6</sup>	8,0 <sup>6</sup>	7,0 <sup>6</sup>	10,0 <sup>6</sup>	11,2	7,8	10,6	10,7
Germania . . . . .	Moneta della banca centrale	6,0-9,0	5,0-8,0	4,0-7,0	4,0-7,0	6,3	4,9	3,5	6,6
Francia . . . . .	M <sub>2</sub>	11,0	11,0	10,0	12,5-13,5	14,4	9,8	11,6	.
Regno Unito . . . . .	M <sub>1</sub>	—	—	—	8,0-12,0 <sup>7</sup>	14,0	8,8	8,9	6,2
	M <sub>2</sub> in sterline	8,0-12,0 <sup>7</sup>	7,0-11,0 <sup>7</sup>	6,0-10,0 <sup>7</sup>	8,0-12,0 <sup>7</sup>	13,5	16,3 <sup>7</sup>	14,7 <sup>7</sup>	7,8
	Liquidità del settore privato (PSL <sub>2</sub> )	—	—	—	8,0-12,0 <sup>7</sup>	15,0	13,0 <sup>7</sup>	11,7 <sup>7</sup>	.
Canada . . . . .	M <sub>1</sub>	6,0-10,0 <sup>7</sup>	5,0-9,0 <sup>7</sup>	4,0-8,0 <sup>7</sup>	4,0-8,0 <sup>7</sup>	8,0 <sup>7</sup>	6,2 <sup>7</sup>	.	.
Svizzera . . . . .	Moneta della banca centrale (rettificata)	—	4,0	4,0	3,0	.	-0,6	-0,5	.
Italia . . . . .	Credito totale interno	18,5 <sup>8</sup>	17,5 <sup>8</sup>	16,0 <sup>8</sup>	15,5 <sup>8</sup>	18,4	18,4	18,7	.

<sup>1</sup> Per gli Stati Uniti e la Germania quarto trimestre su quarto trimestre; per il Giappone, quarto trimestre su quarto trimestre dal 1979 al 1981 e secondo trimestre su secondo trimestre nel 1982; per la Francia e l'Italia, dicembre su dicembre; per il Regno Unito, periodi decorrenti dall'ottobre 1978 all'ottobre 1979, dal giugno 1979 all'aprile 1981, dal febbraio 1981 all'aprile 1982 e dal febbraio 1982 all'aprile 1983; per la Svizzera, novembre 1980 su novembre 1979 e medie speciali per il 1981 e 1982; per il Canada, periodi iniziati con il giugno 1978, con il secondo trimestre 1979, e agosto-ottobre 1980. <sup>2</sup> Per il 1979, il 1980 ed il 1981, come nella nota 1; per il 1982, primo trimestre rapportato all'anno. <sup>3</sup> Per il 1979, M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub> e M<sub>3</sub> nelle vecchie accezioni; per il 1980 e 1981, M<sub>1</sub> (M=M<sub>1g</sub>) rettificato per tener conto del trasferimento stimato di fondi su nuovi tipi di conti correnti. <sup>4</sup> Valore stimato ritenuto compatibile con gli obiettivi fissati per gli aggregati monetari. Per il 1982, valore rettificato per tener conto del trasferimento di attività da unità bancarie USA alle "International banking facilities". <sup>5</sup> Rettificato tenendo conto del trasferimento di attività verso le "International banking facilities". <sup>6</sup> Proiezione annunciata due o tre mesi prima del termine del periodo cui si riferisce. <sup>7</sup> Tasso annuo. <sup>8</sup> Limite superiore espresso in valore assoluto: Lire 53.000 miliardi nel 1979, Lire 59.000 miliardi nel 1980, Lire 64.500 miliardi nel 1981 e Lire 73.000 miliardi nel 1982.

Negli Stati Uniti, dove è parimenti divenuta abituale una riconsiderazione degli obiettivi a metà anno, nel luglio scorso la Federal Reserve aveva previsto un itinerario di crescita monetaria che non si discostava di molto da quello effettivamente verificatosi. In Francia l'obiettivo del nuovo governo di limitare la disoccupazione ha condotto ad una forte, anche se temporanea, accelerazione dell'espansione monetaria. Nel Regno Unito, dati i nuovi timori circa l'inflazione, e in presenza di indicazioni provenienti da M<sub>3</sub> in sterline di sempre più difficile interpretazione, le autorità avevano annunciato in agosto che nella formulazione della politica monetaria si sarebbe tenuto maggiormente conto degli sviluppi dell'attività economica e del tasso di cambio. Anche in Svizzera e in Canada è stata talvolta data priorità alle considerazioni connesse al tasso di cambio, allorché pareva sorgere un conflitto fra il perseguimento di diversi obiettivi intermedi. In Italia infine, l'orientamento restrittivo delle autorità ha mantenuto l'espansione del credito al settore privato pressappoco in linea con gli obiettivi ufficiali, mentre quella del credito al settore pubblico è andata ben oltre i limiti previsti.

Nelle attuali circostanze i rischi del protrarsi degli sforzi compiuti negli ultimi anni per ottenere una progressiva riduzione dei tassi di crescita monetaria sono ravvisabili negli obiettivi fissati per il 1982. Negli Stati Uniti i limiti dell'intervallo di

crescita fissati per  $M_1$  nel 1982 erano nuovamente inferiori a quelli fissati per l'anno precedente, ma agli inizi del 1982 la Federal Reserve annunciava che, in considerazione della base relativamente bassa del quarto trimestre 1981, e del brusco aumento dell'aggregato nei primi mesi del 1982, il Comitato per le operazioni di mercato aperto riteneva che sarebbe stato accettabile un tasso di crescita di  $M_1$  situato nella metà superiore dell'intervallo. La Bundesbank, alla luce di considerazioni analoghe, e di fronte alla persistente debolezza dell'economia, ha affermato che, a determinate condizioni, può essere contemplata anche in Germania un'espansione dell'aggregato-obiettivo ad un tasso prossimo al limite superiore della fascia pubblicata. In Francia le linee direttrici fissate per l'espansione di  $M_2$  nel 1982 sono state sensibilmente più generose di quelle stabilite per il 1981. I criteri-guida formulati in Giappone, i quali hanno la forma di proiezioni dei tassi di crescita per periodi di quattro trimestri, hanno di recente contemplato maggiori incrementi, che in parte rispecchiano i modesti tassi di crescita monetaria registrati nei periodi di riferimento. Nel Regno Unito i limiti dell'intervallo fissato come obiettivo per l'espansione monetaria nell'esercizio finanziario 1982-83 sono superiori sia ai limiti posti per il 1981-82, sia a quelli previsti per il 1982-83 nella "Strategia finanziaria a medio termine" pubblicata con il bilancio del marzo 1980. La rettifica testimonia chiaramente l'adozione di un approccio più articolato nella valutazione delle condizioni monetarie. Nel presentare la nuova fascia di obiettivo per il 1982 il Cancelliere ha annunciato che essa sarebbe valsa non solo per  $M_3$  in sterline, ma anche per  $M_1$  e  $PSL_2$ , aggregato quest'ultimo che misura in senso lato la liquidità del settore privato.

*Controllo monetario nel breve periodo.* Se l'esperienza dello scorso anno fa ritenere che può essere necessaria una certa flessibilità — anche nell'arco di periodi di un anno o più — nell'azione diretta a rispettare gli obiettivi fissati per specifici aggregati, essa mostra chiaramente altresì le difficoltà che possono insorgere allorché si tenta di stabilizzare l'espansione monetaria entro un più limitato ambito temporale.

Negli Stati Uniti l'adozione da parte della Federal Reserve, nell'ottobre 1979, di procedure di controllo monetario imperniate sulle riserve bancarie ha posto termine ad un'inveterata tendenza nella condotta della politica monetaria a mantenere i tassi d'interesse nominali troppo bassi in un contesto inflazionistico. La prospettiva di una maggiore instabilità dei tassi d'interesse era l'inevitabile corollario di questa decisione, benché probabilmente nessuno prevedesse fluttuazioni dell'ampiezza di quelle successivamente prodottesi. Né ci si poteva attendere che sarebbe aumentata in misura considerevole l'instabilità di  $M_1$ , considerato normalmente come principale obiettivo intermedio di politica monetaria. Dall'ottobre 1979 le variazioni percentuali di  $M_1$  su dodici mesi hanno presentato oscillazioni entro intervalli molto più ampi che nel periodo immediatamente precedente; il marcato aumento della variabilità è indicato dallo scarto quadratico medio (nonché dal coefficiente di variazione). Al tempo stesso pare tuttavia essere diminuita la variabilità delle fluttuazioni di  $M_2$ .

Gli Stati Uniti non costituiscono il solo paese in cui è aumentata l'instabilità dell'espansione monetaria dalla fine del 1979; in realtà la variabilità di  $M_1$  negli Stati Uniti è rimasta più bassa di quella registrata in tutti gli altri maggiori paesi. Tuttavia, in Germania, Giappone e Francia è stata abbastanza stabile la variabile per la quale

Variabilità delle fluttuazioni degli aggregati monetari\*

Paesi	Aggregati monetari	Aprile 1977 - Settembre 1979			Ottobre 1979 - Marzo 1982		
		campo di variazione	media	scarto quadratico medio	campo di variazione	media	scarto quadratico medio
Stati Uniti . . . . .	M <sub>1</sub>	7,0-8,7	8,0	0,5	4,2-11,1	6,7	1,7
	M <sub>2</sub>	7,8-13,7	9,9	2,0	6,9-11,5	9,1	1,1
Giappone . . . . .	M <sub>1</sub>	3,7-17,9	9,6	3,2	-4,3-11,9	3,3	4,8
	M <sub>2</sub> +CD	9,9-13,2	11,7	0,8	6,1-12,4	9,1	1,6
Germania . . . . .	M <sub>1</sub>	5,8-14,2	10,5	2,8	-2,3-5,7	1,9	2,1
	M <sub>3</sub>	7,8-11,5	10,1	1,0	4,3-7,2	5,9	0,9
	moneta della banca centrale	7,1-11,2	8,9	1,2	2,8-7,4	4,7	0,9
Francia . . . . .	M <sub>1</sub>	6,0-14,8	10,9	2,3	6,7-16,5	10,7	2,9
	M <sub>2</sub>	10,5-14,5	12,9	0,9	9,6-14,7	12,3	1,3
Regno Unito . . . . .	M <sub>1</sub>	9,8-24,2	16,1	4,4	1,7-18,1	9,2	4,9
	£M <sub>3</sub>	6,1-16,1	11,6	3,2	10,8-25,8	17,7	4,6
	PSL <sub>2</sub>	6,9-15,7	12,5	3,0	11,3-15,0	13,1	1,3
Canada . . . . .	M <sub>1</sub>	6,7-12,1	9,1	1,4	-7,6-10,2	4,5	4,4
	M <sub>2</sub>	-0,7-21,8	11,2	5,7	-10,4-19,2	6,3	9,7
Svizzera . . . . .	M <sub>1</sub>	3,1-23,8	11,7	6,7	-14,1-1,7	-5,9	4,1
	M <sub>2</sub>	2,0-13,0	7,6	2,5	7,6-22,7	14,6	3,9
	moneta della banca centrale (rettificata)	0,5-36,0	12,0	9,7	-23,3-2,9	-4,5	7,1
Italia . . . . .	M <sub>1</sub>	18,8-26,4	22,6	2,0	7,4-26,2	14,7	5,1
	M <sub>2</sub>	19,5-23,2	21,4	1,0	8,2-21,8	13,4	3,9

\* Basata sulle variazioni percentuali su dodici mesi.

sono stati pubblicati itinerari ufficiali di crescita. Inoltre, in questi paesi l'evoluzione monetaria è quasi sempre valutata in base alle variazioni delle medie trimestrali o annue, le quali presentano un andamento assai uniforme. Negli Stati Uniti, d'altra parte, paiono essere divenute endemiche le reazioni del pubblico a variazioni della quantità di moneta nell'arco di periodi assai più brevi. I movimenti, rapportati all'anno, di un trimestre oppure di un mese sul periodo precedente nelle grandezze medie mensili di M<sub>1</sub> possono apparire assai ampi; ciò vale in misura ancora maggiore per le medie settimanali. Non soltanto i dati settimanali hanno presentato una forte irregolarità, ma inoltre i dati provvisori hanno dovuto spesso essere sensibilmente rettificati dopo la loro pubblicazione iniziale. Nondimeno, i mercati hanno atteso ogni volta con nervosismo la pubblicazione delle nuove cifre, reagendo di norma alle indicazioni di un sorpassamento degli obiettivi, anche se su base settimanale, con un brusco rialzo dei tassi d'interesse. Nell'intento di modificare tale comportamento, in aprile il Federal Reserve Board ha reso noto che in futuro i dati settimanali potrebbero essere pubblicati soltanto in forma di medie mobili di quattro settimane.

Dato l'affidamento fatto sulle politiche antinflazionistiche orientate al controllo degli aggregati monetari, le autorità americane paiono trovarsi di fronte a un dilemma. E' attualmente riconosciuto in modo abbastanza generale che le fluttuazioni della quantità di moneta che si compensano entro periodi inferiori a circa sei mesi non possono che avere uno scarso effetto sull'economia, mentre questa può invece risentire di protratti scostamenti rispetto agli obiettivi. Tuttavia, allorché le fluttuazioni si manifestano, non è possibile appurarne subitamente il carattere transitorio. Se viene ritardata la risposta delle autorità ad uno scostamento

Variabilità delle fluttuazioni delle diverse misure di M<sub>1</sub> negli Stati Uniti

Periodi	Variazioni rapportate all'anno* nei								
	dati medi settimanali su una settimana			dati medi mensili su un mese			dati medi trimestrali su un trimestre		
	campo di variazione	media	scarto quadratico medio	campo di variazione	media	scarto quadratico medio	campo di variazione	media	scarto quadratico medio
Aprile 1977-settembre 1979 .	- 15,3 40,4	7,8	7,9	- 2,3 18,6	7,7	4,6	5,1 10,0	7,9	1,5
Ottobre 1979-marzo 1982 . .	- 35,9 79,0	5,8	20,6	- 15,8 25,2	6,2	9,7	- 3,2 14,1	6,5	5,5

\* Rapportate all'anno aritmeticamente: le variazioni percentuali su 1 settimana, 1 mese e 1 trimestre dei dati destagionalizzati sono rispettivamente moltiplicate per 52, 12 e 4.

per difetto o per eccesso, può rendersi necessaria una severa azione correttiva in un secondo tempo, con il rischio di compromettere la credibilità della politica monetaria. D'altra parte, se le autorità reagiscono sistematicamente al fine di influire sulle riserve bancarie, gli operatori economici possono "scontare" i cambiamenti nelle condizioni di liquidità.

Il problema di un possibile miglioramento delle tecniche di controllo monetario negli Stati Uniti è stato oggetto di ampio dibattito. Il Monetary Control Act del 1980 prevedeva una certa semplificazione della struttura delle riserve obbligatorie, ma essa entrerà in vigore soltanto gradualmente. La Federal Reserve ha pubblicato, allo scopo di sollecitare pareri, alcune proposte per il passaggio ad un sistema di computo contestuale (anziché posticipato) delle riserve bancarie; le opinioni circa i suoi effetti sulla fissazione degli obiettivi e sui tassi d'interesse sono ampiamente divergenti. Altre proposte prevedevano l'adozione come obiettivo operativo delle riserve bancarie globali in luogo delle riserve bancarie proprie, nonché l'introduzione di meccanismi per ancorare il tasso di sconto della Federal Reserve ai tassi d'interesse del mercato. Entrambe queste innovazioni, quand'anche permettessero effettivamente un migliore controllo monetario nel breve periodo, eliminerebbero le valvole di sicurezza presenti nell'attuale sistema e potrebbero rendere ancora più instabili i tassi d'interesse.

Nel Regno Unito i cambiamenti nelle procedure di controllo monetario preannunciati nel novembre 1980 sono stati introdotti nel corso della passata estate. Già in precedenza le autorità erano giunte alla conclusione che non vi fossero sufficienti elementi per un giudizio categorico sull'efficacia di un sistema di controllo imperniato sulla base monetaria. Tuttavia esse hanno ammesso che il consentire alle forze di mercato di svolgere un maggiore ruolo nella determinazione dei tassi d'interesse avrebbe contribuito a superare la tendenza passata a ritardare l'attuazione di cambiamenti. La Banca d'Inghilterra ha pertanto cessato di pubblicare su base continua il *minimum lending rate* e nelle operazioni con scadenza giornaliera ha iniziato a fare minore affidamento sul credito diretto erogato agli istituti di sconto, incrementando per contro le operazioni di mercato aperto, con o senza clausole di cessione temporanea, condotte facendo riferimento ad una fascia non pubblicata di tassi d'interesse a brevissimo termine. Non è stato tuttavia escluso il ricorso alle operazioni di prestito diretto, le quali sono state infatti impiegate due volte nel corso dell'autunno per incoraggiare un innalzamento dei tassi d'interesse. Fra le altre innovazioni vi è stata l'abolizione del coefficiente di riserva delle attività

e la sostituzione dell'obbligo di cassa dell'1,5%, imposto alle *clearing banks* di Londra, con un obbligo di deposito pari allo 0,5% di determinate categorie di passività, applicabile a tutte le banche e le istituzioni abilitate alla raccolta di depositi in Gran Bretagna. In pari tempo è stato ampliato l'elenco delle firme di accettazioni ammesse al risconto, e sono stati presi provvedimenti affinché gli istituti di accettazione detengano disponibilità minime presso gli istituti di sconto per assicurare l'esistenza di un mercato degli strumenti a breve in grado di assecondare le operazioni delle autorità.

*La definizione della moneta: un problema sempre più complesso.* Per certi aspetti le politiche di controllo degli aggregati monetari paiono essere entrate in uso in circostanze eccezionalmente sfavorevoli. Successivamente alla loro adozione hanno iniziato ad allentarsi o a venir meno le relazioni esistenti in precedenza fra quantità di moneta, tassi d'interesse, attività economica e prezzi, e in alcuni paesi i cambiamenti intervenuti nel sistema finanziario hanno reso più difficile in pratica persino l'identificazione delle categorie di attività che corrispondano a plausibili definizioni teoriche della moneta. Le difficoltà sembrano riguardare soprattutto le reazioni del mercato agli elevati tassi d'interesse interagenti con i vincoli amministrativi esistenti, con i mutamenti del quadro normativo e con l'evoluzione tecnica.

Le difficoltà nell'interpretare gli aggregati sono state lo scorso anno particolarmente acute negli Stati Uniti. Nel 1979 era stato fissato un nuovo concetto di moneta per scopi transattivi, comprendente i conti correnti fruttiferi NOW, noto dapprima come  $M_{1B}$  e ora come  $M_1$ , di cui per lo scorso anno è stata data una misura rettificata per tener conto dei trasferimenti di fondi. Pur con tale rettifica, la crescita di  $M_1$  è risultata sensibilmente inferiore a quanto ci si poteva aspettare sulla base della passata esperienza, dati i livelli di reddito monetario e dei tassi d'interesse presenti nel 1981. Un'analoga discrepanza si era già verificata nel 1975-76; in conseguenza del fatto che non si è saputo tenerne adeguatamente conto, la politica monetaria potrebbe essere stata meno restrittiva di quanto voluto. Gli spostamenti di questo tipo nella domanda di saldi liquidi paiono rispecchiare una contrazione irreversibile dei saldi transattivi a rendimento basso o nullo che si produce allorché i tassi d'interesse di mercato sono sufficientemente alti da stimolare innovazioni finanziarie e mutamenti negli schemi di comportamento precedentemente abituali. I tassi d'interesse sui nuovi conti NOW sono regolati pressoché allo stesso modo di quelli sui depositi a risparmio convenzionali.

La comparsa di meccanismi che permettono al termine di ciascun giorno il trasferimento automatico dei saldi eccedenti un certo livello dai conti detenuti per scopi transattivi ad altri tipi di collocamenti fruttiferi sembra costituire un'innovazione più fondamentale. Lo scorso anno si è altresì assistito a massicci trasferimenti di fondi dai tradizionali depositi a vista e a risparmio non solo nei fondi d'investimento a breve e nei certificati del mercato monetario, ma anche in tradizionali strumenti di mercato come i buoni del Tesoro, gli effetti commerciali e i certificati di deposito di grosso ammontare. Tutte queste attività sono comprese in  $M_2$ , in  $M_3$  o in  $L$ . I dati relativi a  $M_3$  e  $L$  sono disponibili soltanto con un considerevole ritardo, ma lo scorso anno la Federal Reserve ha iniziato a prendere in considerazione più esplicitamente che in passato i movimenti di  $M_2$  nella formulazione della politica monetaria.

Contributo di alcune componenti alla crescita della quantità di moneta in senso lato<sup>1</sup>

Componenti	Stati Uniti				Giappone				Germania			
	1973	1974	1980	1981	1973	1974	1980	1981	1973	1974	1980	1981
incrementi in percentuale della crescita della quantità di moneta in senso lato												
Circolante . . . . .	5	7	5	3	10	14	4	5	6	13	9	0
Depositi a vista <sup>2</sup> . . . . .	9	7	3	-22	32	26	-13	24	-3	32	17	-11
Altri depositi di conto corrente <sup>3</sup> . . . . .	0	1	6	21	.	.	.	.	.	.	.	.
M <sub>2</sub> <sup>4</sup> . . . . .	14	15	14	2	42	40	-9	29	3	45	26	-11
Depositi e risparmio <sup>4</sup> . . . . .	40	42	41	23	58	60	103	67	3	70	11	-7
Fondi di investimento del mercato monetario . . . . .	.	2	20	45	.	.	.	.	.	.	.	.
Depositi a scadenza, CD, ecc. <sup>5</sup> . . . . .	46	41	25	30	.	.	6	4	94	-15	63	118
Quantità di moneta in senso ampio <sup>6</sup> . . . . .	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

<sup>1</sup> Dati basati sulle variazioni di quarto trimestre su quarto trimestre. <sup>2</sup> Per gli Stati Uniti, la rettifica di consolidamento di M<sub>2</sub> (cioè il circolante e i depositi a vista detenuti dagli istituti di risparmio) è stata detratta dall'ammontare dei depositi a vista e da M<sub>1</sub>. <sup>3</sup> Per gli Stati Uniti, principalmente conti ATS e NOW presso tutte le istituzioni e quote parti di cooperative di credito. <sup>4</sup> Per gli Stati Uniti, depositi a risparmio e depositi a scadenza di piccolo ammontare; per il Giappone, depositi a scadenza e a risparmio ordinari; per la Germania, depositi a risparmio con termine di preavviso legale. <sup>5</sup> Per gli Stati Uniti, cessioni temporanee di titoli, fondi in eurodollari a brevissimo termine e depositi a scadenza di grosso ammontare; per il Giappone, certificati di deposito; per la Germania, depositi vincolati con scadenza inferiore a quattro anni. <sup>6</sup> Per gli Stati Uniti e la Germania, M<sub>2</sub>; per il Giappone, M<sub>2</sub> + CD.

Un'accezione di moneta in termini di saldi transattivi si presta intuitivamente come fulcro di una politica monetaria orientata al controllo degli aggregati, e in alcuni paesi la domanda di M<sub>1</sub> è stata tradizionalmente molto stabile. Un altro vantaggio da taluni prospettato è che, con un rendimento (nullo) imposto in via amministrativa sui saldi transattivi, la massa monetaria ristretta in linea di principio può essere influenzata dalle autorità anche nel breve periodo mediante un'azione la quale determini variazioni dei tassi d'interesse. Questa caratteristica non è più condivisa dagli aggregati più ampi negli Stati Uniti, e la comparsa dei conti NOW e dei fondi d'investimento a breve, che offrono vantaggi propri di un conto corrente pur fruttando interessi collegati ai tassi di mercato, fa ritenere che può diminuire l'elasticità dei saldi transattivi in rapporto ai tassi d'interesse e che in definitiva può divenire impossibile identificare un aggregato M<sub>1</sub> in tali termini. D'altra parte, negli Stati Uniti la manovra della massa monetaria mediante controlli diretti sulle attività bancarie non è di regola considerata con favore e l'imposizione di controlli sul credito pare non essere né politicamente accettabile, né attuabile sul piano amministrativo, salvo forse che per un breve periodo di emergenza.

Anche in Canada, che come gli Stati Uniti, fissa un obiettivo ufficiale per la moneta a scopi transattivi, lo scorso anno è caduta inaspettatamente la domanda delle tradizionali attività comprese in M<sub>1</sub>. Una possibile causa pare essere stata l'introduzione di facilitazioni di conto corrente in determinate categorie di conti fruttiferi non inclusi in M<sub>1</sub>. Questo aggregato è altamente sensibile ai tassi d'interesse anche in altri paesi; tuttavia le autorità nella maggior parte dei casi ritengono chiaramente che i tentativi di rispettare un obiettivo in termini di M<sub>1</sub> richiederebbero movimenti inaccettabili dei tassi d'interesse e dei cambi.

Il fatto che gli spostamenti fra diverse categorie di collocamenti pare costituire un problema minore in Giappone e in Francia, ad esempio, può in parte rispecchiare la maggiore importanza attribuita in questi paesi agli aggregati più ampi. I tipi di

attività e di istituzioni compresi negli aggregati monetari ampi variano notevolmente da paese a paese: in alcuni casi vi sono incluse praticamente tutte le forme di risparmio finanziario eccetto gli investimenti a lunghissima scadenza. Non sorprende che aggregati di questo tipo mostrino un rapporto relativamente stabile rispetto al PNL in termini nominali e una scarsa sensibilità ai tassi d'interesse. Pertanto, salvo che gli annunci fatti dalle autorità abbiano forti effetti sulle aspettative, normalmente tali aggregati possono essere controllati soltanto mediante provvedimenti amministrativi oppure influenzando lo stesso PNL nominale. Il livello complessivo di intermediazione può variare, ma tali variazioni non possono essere regolate in modo rigoroso. Gli aggregati ampi che comprendono solo il sistema bancario sono soggetti a distorsioni dovute agli spostamenti nella struttura dell'intermediazione finanziaria, come avvenuto lo scorso anno nel Regno Unito per  $M_3$  in sterline. Questa esperienza aiuta senz'altro a spiegare la decisione delle autorità di considerare in futuro anche l'assai più ampio aggregato della liquidità  $PLS_2$  nel formulare l'orientamento della politica monetaria.

Fra le attività comprese negli aggregati ampi in molti paesi compaiono strumenti del mercato a breve; in Italia peraltro non rientrano in  $M_2$  i buoni ordinari del Tesoro, acquistati lo scorso anno su vasta scala da soggetti privati non bancari. In Germania la moneta della banca centrale, costituita dal circolante e dalle riserve bancarie obbligatorie detenute a fronte di tutti i depositi di residenti con scadenza fino a quattro anni (calcolate in base a coefficienti costanti), può essere considerata come indicativa di un'accezione ampia di moneta. La lenta crescita di tale aggregato nel 1981 è in parte attribuibile all'accresciuta emissione, da parte delle banche, di obbligazioni di cassa a breve che non sono soggette a obblighi di riserva, nonché al rientro di fondi dall'estero in concomitanza con il rafforzamento del marco nell'ultima parte dell'anno. Nel 1981 i residenti di alcuni paesi, fra cui la Germania e il Regno Unito, hanno aumentato le proprie attività sull'estero in moneta nazionale oppure i depositi in valuta, non rientranti negli aggregati ampi.

*Innovazioni finanziarie.* Un'altra ragione per cui gli spostamenti di fondi fra differenti categorie di attività non hanno costituito recentemente un serio problema in Giappone e nei paesi dell'Europa continentale occidentale sta nel fatto che il processo di innovazione finanziaria pare essere proceduto ad un ritmo alquanto pacato e senza grande pubblicità. A ciò ha contribuito lo sforzo delle autorità di scoraggiare lo sviluppo di nuovi tipi di attività, mentre in almeno due paesi è stato innalzato l'ammontare minimo dei depositi a scadenza remunerabili a tassi d'interesse collegati al mercato, allo scopo di limitare gli spostamenti da attività a basso rendimento verso altre forme più remunerative. La finalità è stata evidentemente quella di attenuare le pressioni sulla redditività delle banche e di limitare l'aumento dei tassi d'interesse applicati ai prestiti bancari.

Le innovazioni finanziarie intervenute lo scorso anno negli Stati Uniti hanno costituito una risposta non solo al venir meno di restrizioni amministrative in un contesto di alti tassi d'interesse, ma altresì al mantenimento di severi vincoli sulla remunerazione dei depositi a vista e a risparmio. In Germania tutti i controlli amministrativi sui tassi d'interesse applicati dalle istituzioni finanziarie sono stati eliminati già parecchi anni orsono e le banche corrispondono abitualmente tassi collegati a quelli del mercato anche su depositi a scadenza di ammontare alquanto limitato. La tabella a pagina 92 evidenzia che lo scorso anno vi è stato un forte spostamento dai depositi a vista e a risparmio verso i depositi a scadenza, benché il

differenziale fra la remunerazione dei depositi a risparmio e i tassi del mercato monetario sia rimasto ben più modesto di quello raggiunto negli Stati Uniti.

Il fatto che in molti paesi europei le autorità monetarie siano in grado di applicare una regolamentazione uniforme alla maggior parte degli intermediari finanziari già esistenti o di nuova istituzione, oppure a tutte le operazioni di raccolta di depositi, pare contribuire a mantenere le innovazioni sotto il loro controllo e nell'ambito delle statistiche monetarie. Inoltre, nei paesi con mercati finanziari relativamente ristretti – soprattutto in quelli dove un limitato numero di grandi banche occupa una posizione di preminenza – le spinte all'innovazione possono essere meno intense che negli Stati Uniti. Le istituzioni che effettuano operazioni bancarie e in titoli in sistemi di banca "universale" possono essere scarsamente incentivate a promuovere nuovi strumenti di mercato ad alto rendimento che attirino fondi altrimenti detenuti in depositi a risparmio. E' tuttavia opportuno rilevare che negli Stati Uniti l'elevato numero di istituzioni bancarie è in gran parte attribuibile alle restrizioni amministrative sull'attività interstatale e sulla creazione di filiali, e che la separazione istituzionale fra l'accettazione di depositi e la trattazione di titoli è imposta per legge.

Alcune delle difficoltà derivanti negli Stati Uniti dallo spostamento di attività sono chiaramente di natura transitoria. Tuttavia sono possibili in futuro ulteriori bruschi cambiamenti nelle scelte di portafoglio e nei sistemi di pagamento. Il Monetary Control Act del 1980 prevede l'eliminazione entro il 1986 dei massimali posti ai tassi d'interesse su tutti i tipi di collocamenti eccetto i depositi a vista. La detenzione di saldi transattivi potrebbe continuare a diminuire in rapporto al PNL. Fintantoché questo processo è in corso risulta difficile stimare la domanda di moneta. E anche quando sarà compiuta la fase di transizione, gli aggregati monetari potranno rivelarsi meno utili che in passato come indicatori o come obiettivi intermedi.

### **Obiettivi monetari: il ruolo della flessibilità operativa**

Dati i tassi d'inflazione crescenti fin dalla metà negli anni sessanta, agli inizi del decennio successivo alcuni paesi adottarono la prassi di pubblicare obiettivi di crescita monetaria. Tali paesi erano principalmente motivati dal fatto che, in una situazione di tassi d'inflazione elevati e instabili, i tassi d'interesse nominali erano divenuti un indicatore ingannevole dell'effettivo orientamento della politica monetaria. Si ritenne allora che la quantità di moneta, variamente definita in modo da presentare la più stretta correlazione con il PNL nominale, fornisse un parametro più attendibile per la politica antinflazionistica. Al tempo stesso si confidava sul fatto che l'impiego di obiettivi, impegnando pubblicamente le autorità a perseguire un determinato indirizzo di azione, avrebbe esercitato effetti psicologici positivi nel senso di contribuire a ridurre le aspettative inflazionistiche. In particolare, gli obiettivi avrebbero potuto favorire un più rapido aggiustamento salari-prezzi, riducendo così i costi della politica antinflazionistica in termini di prodotto e di occupazione, e indurre inoltre gli stessi governi ad adattare la politica fiscale all'esigenza di una più stabile crescita monetaria.

Fin dall'inizio gli obiettivi di stabilizzazione vennero inquadrati in un contesto di medio-lungo termine e le autorità monetarie furono consapevoli che sarebbe stata necessaria una certa dose di flessibilità operativa di breve periodo nella loro azione

diretta a rispettare i tassi di crescita posti come obiettivo. Anche se l'aderenza ad un singolo obiettivo — e il conseguimento di esso — avrebbe potuto massimizzare i vantaggi in termini di aspettative, si sarebbero dovuti tener in conto gli imprevisti e le incertezze che potevano giustificare temporanei scostamenti dalla traiettoria di obiettivo o addirittura una rettifica degli obiettivi ad intervalli non troppo frequenti.

Le ragioni della riconosciuta esigenza di flessibilità erano molteplici. Anzitutto, l'uso di obiettivi monetari presupponeva una domanda di moneta stabile, condizione questa che poteva essere valida più in alcuni paesi che in altri, ma sulla cui permanenza non si poteva contare ovunque e indefinitamente. In secondo luogo, una rigida fissazione di obiettivi monetari presuppone che gli shock economici, sia interni che esogeni, abbiano origine dal lato della domanda, siano di entità modesta e non richiedano di essere "assorbiti" modificando gli obiettivi esistenti. In terzo luogo, il perseguimento di obiettivi monetari rigorosi non costituisce di per sé una soddisfacente alternativa rispetto ad una buona combinazione delle politiche, e vi sono dei limiti oltre i quali esso non può essere ottenuto con successo senza i necessari aggiustamenti nella politica fiscale ed eventualmente nella politica dei redditi. Infine, l'aderenza ad obiettivi per la crescita della massa monetaria fissati con proiezioni di lungo periodo può risultare inattuabile se l'inflazione non rallenta come previsto per consentire una ripresa della produzione in termini reali.

Nel complesso, l'esperienza degli anni settanta e dei primi anni ottanta pare aver dimostrato che tale cautela iniziale era giustificata. A tratti si sono prodotti cospicui e inattesi spostamenti nella domanda di moneta. Mentre in alcuni casi (particolarmente negli Stati Uniti e nel Regno Unito) si è trattato di un fenomeno di origine interna, in altri (Germania e Svizzera) la causa è da ricercarsi in cambiamenti di preferenza nella composizione del portafoglio internazionale collegati ad aspettative di movimenti dei tassi di cambio. Per quanto riguarda gli shock, la maggior parte di quelli originatisi negli anni settanta provennero dal lato dell'offerta e, in particolare, si pose la questione circa la misura in cui le variazioni dei prezzi relativi connesse alle due crisi petrolifere dovessero venire secondate dall'espansione monetaria. In molti paesi sono inoltre rimaste difficoltà di combinazione delle politiche e ha dovuto essere modificato l'orizzonte temporale considerato ai fini delle strategie di controllo dell'inflazione.

In considerazione delle difficoltà incontrate nell'applicazione delle politiche di controllo della massa monetaria, nonché delle incertezze circa le prospettive dell'economia mondiale, si pone la questione se in determinati paesi non sia opportuna una maggiore flessibilità nell'applicazione della politica monetaria. E' indubbio che la strategia complessiva debba continuare ad essere imperniata sul controllo dell'inflazione. Una maggiore flessibilità significherebbe unicamente dare meno rilievo all'osservanza di rigidi obiettivi per determinati aggregati monetari entro ambiti temporali molto ristretti, e prendere maggiormente in considerazione altri indicatori finanziari (una via questa che alcuni paesi hanno già intrapreso). Nel Regno Unito, ad esempio, nel presentare il bilancio, il Cancelliere ha annunciato che le autorità stavano tenendo in considerazione i movimenti di diversi aggregati, nonché di altri fattori, e specificatamente il tasso di cambio, e che per rendere più esplicita tale impostazione l'intervallo di crescita monetaria fissato per il 1982-83 si sarebbe applicato a tre aggregati, anziché a uno solo come in passato. In molti altri paesi le politiche monetarie hanno da lungo tempo elementi di flessibilità di questo tipo limitato.

La pubblicazione di obiettivi in termini di aggregati monetari continuerà senz'altro a svolgere un ruolo positivo nell'orientare la condotta della politica monetaria e nel segnalare al mercato la fermezza di intenzioni delle autorità. Tale approccio fu adottato nei paesi industriali dopo che altri tipi di politica si erano dimostrati inefficaci nell'impedire un'accelerazione dell'inflazione. Esso fornisce un utile quadro di riferimento al fine di stabilizzare le aspettative. Particolarmente in paesi maggiori come gli Stati Uniti e la Germania, nelle attuali circostanze chiaramente non esiste un tipo di strategia monetaria che possa essere altrettanto efficace.

Le incertezze circa la domanda di moneta possono tuttavia richiedere che si adottino fasce di obiettivo alquanto ampie e più frequenti rettifiche degli obiettivi medesimi, oppure che si focalizzi l'attenzione sugli sviluppi di un più vasto insieme di aggregati monetari e creditizi. Per quanto riguarda un aspetto importante, tali incertezze si sono accentuate negli ultimi anni. In alcuni paesi, e specialmente negli Stati Uniti, le successive fasi di innovazioni finanziarie, stimolate dagli alti tassi d'interesse, hanno reso molto più difficile prevedere la domanda di moneta o addirittura individuare l'aggregato più adatto come grandezza di obiettivo. Inoltre, per quanto i sistemi di controllo possano essere affinati, l'evoluzione degli aggregati monetari pare essere destinata a restare assai irregolare nell'arco di periodi inferiori a sei mesi. Di per sé tali fluttuazioni hanno probabilmente scarsi effetti sull'economia, mentre i tentativi di evitarle potrebbero favorire l'instabilità dei tassi d'interesse e dei cambi.

Sono ben noti gli svantaggi che comporta l'adozione esclusiva di obiettivi in termini di tassi d'interesse nominali in un contesto inflazionistico e, d'altra parte, i tassi reali sono di difficile misurazione. Tuttavia, un'estrema instabilità dei tassi d'interesse può contribuire ad accentuare le fluttuazioni dell'attività economica e condurre a problemi strutturali sia nell'economia sia nel sistema finanziario.

Il tasso di cambio come obiettivo di politica monetaria ha assunto crescente importanza negli ultimi anni non soltanto in paesi minori ad economia aperta, ma anche nella maggior parte dei paesi più importanti. In Europa molti paesi seguono attualmente obiettivi — più o meno ufficiali — in termini di tasso di cambio, che rispecchiano non soltanto i propri interessi commerciali, ma anche il desiderio di limitare l'inflazione esogena. L'esperienza suggerisce che in quasi tutti i paesi, ma in particolare nelle economie con meccanismi rigidi di fissazione dei salari, i tassi di cambio hanno un impatto sui prezzi e sui costi di cui occorre tenere conto nel formulare la politica monetaria. Ma, ovviamente, il fatto di attribuire un peso maggiore al tasso di cambio come obiettivo intermedio primario presuppone un mondo in cui almeno un paese maggiore imposti la propria politica monetaria al fine di stabilizzare le condizioni economiche e finanziarie interne.

Negli Stati Uniti l'introduzione delle nuove procedure operative per controllare l'evoluzione della quantità di moneta in seguito all'adozione, nell'ottobre 1979, di un obiettivo in termini di riserve bancarie ha rispecchiato, fra l'altro, la ferma intenzione della Federal Reserve di ristabilire la credibilità nella propria volontà di combattere l'inflazione. Al tempo stesso, l'effetto sul piano operativo è stato quello di innalzare bruscamente i tassi d'interesse ai più realistici livelli necessari per contrastare l'inflazione, e da allora sono diminuiti i tassi di crescita della massa monetaria ristretta. Con il tempo si è accresciuta gradualmente la fiducia

verso la politica perseguita dalla Federal Reserve. Sotto un certo aspetto perciò sono stati ora costituiti i presupposti essenziali per un approccio più flessibile. Uno dei problemi principali in tale contesto concerne l'orizzonte temporale entro il quale gli obiettivi monetari devono essere rispettati. Negli Stati Uniti, dove si tenta di rispettare gli obiettivi entro un ambito di tempo assai ristretto, le reazioni di un mercato ipersensibile agli scostamenti per difetto o per eccesso determinano bruschi movimenti nei tassi d'interesse. Niente di tutto ciò avviene in quei paesi europei dove le autorità cercano di rispettare gli obiettivi monetari entro periodi più lunghi e dove gli spostamenti erratici di breve periodo delle grandezze monetarie non sono interpretati come un indicatore della risolutezza delle autorità nel combattere l'inflazione.

Una maggiore flessibilità operativa nel perseguimento degli obiettivi non implica necessariamente una minore fermezza di intenti nella condotta della politica monetaria. In particolare, un approccio a medio termine ben definito per il conseguimento degli obiettivi, congiunto agli sforzi per evitare fluttuazioni eccessive dei tassi d'interesse e dei tassi di cambio, può essere pienamente compatibile con l'applicazione di un'efficace stretta monetaria e con un calo costante dell'inflazione. In effetti un siffatto approccio potrebbe addirittura accrescere la credibilità della politica monetaria ed essere di sostegno alle autorità nel proseguimento dell'azione risoluta che si renderà necessaria ancora per un certo tempo al fine di consolidare i progressi finora conseguiti.

## V. LE BILANCE DEI PAGAMENTI INTERNAZIONALI

### Aspetti salienti

Nella primavera del 1982 le posizioni dei pagamenti internazionali, sia a livello globale che in un certo numero di importanti paesi industriali, risultavano notevolmente cambiate rispetto alla fine del 1980, benché non sia del tutto chiaro l'esatto ordine di grandezza di alcuni dei cambiamenti avvenuti. L'ampissimo saldo positivo dei paesi OPEC è probabilmente del tutto scomparso, mentre nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera al considerevole disavanzo aggregato delle partite correnti è subentrata una situazione di equilibrio. Tuttavia, nei paesi sviluppati al di fuori del Gruppo dei Dieci e nei paesi in via di sviluppo non petroliferi, il disavanzo aggregato corrente nei pagamenti sembra essersi ampliato ulteriormente.

L'erosione del surplus dei paesi OPEC e il contestuale miglioramento dei saldi correnti dei paesi del Gruppo dei Dieci sono avvenuti in tempi più brevi di quanto era stato previsto all'inizio del 1981, e ciò può essere attribuito principalmente a due fattori, entrambi risalenti al secondo shock petrolifero. In primo luogo, vi è stato un forte aumento nella domanda di importazioni da parte dei paesi OPEC, alla quale è attribuibile circa la metà della riduzione dell'attivo nella bilancia corrente di questi paesi tra il 1980 e il 1981. In secondo luogo, si sono risentiti in misura crescente gli effetti delle energiche politiche antinflazionistiche attuate dai paesi industriali, in larga misura come reazione all'impatto sui prezzi della seconda crisi petrolifera. Nella seconda metà del 1981 la domanda interna aggregata nei paesi del Gruppo dei Dieci aveva cessato di espandersi, la domanda di importazioni da parte degli stessi paesi era nettamente rallentata ed il commercio mondiale aveva iniziato a contrarsi in termini reali. Inoltre, il protrarsi di una situazione di domanda interna debole e di elevati tassi d'interesse nei principali paesi industriali è stato responsabile dell'aumento dei disavanzi aggregati nelle partite correnti degli altri due principali gruppi di paesi importatori di petrolio, che ha sopravanzato i vantaggi dei minori esborsi per le importazioni di petrolio.

All'interno del Gruppo dei Dieci il grado di aggiustamento è variato fortemente da paese a paese nel corso del 1981, sotto l'influsso di andamenti divergenti nella domanda interna e nei prezzi relativi del commercio estero e, non da ultimo, a causa delle ampie variazioni intervenute negli ultimi anni nelle posizioni competitive internazionali. Con l'eccezione del Belgio e del Canada, tutti i paesi del gruppo hanno migliorato la propria bilancia di parte corrente nel corso dell'ultimo anno. In termini assoluti i più ampi miglioramenti sono stati registrati dal Giappone, dal Regno Unito, dalla Germania e dai Paesi Bassi, ma anche in alcuni altri paesi si sono registrati miglioramenti alquanto rilevanti in relazione all'ampiezza delle rispettive economie.

Nonostante il persistere di ampi disavanzi dei pagamenti correnti nel resto dei paesi importatori di petrolio, il finanziamento di tali disavanzi nel corso dell'ultimo anno non ha generalmente rappresentato un serio problema. I mercati finanziari internazionali hanno continuato a soddisfare la maggior parte di questo fabbisogno, ed i paesi del Gruppo dei Dieci hanno nuovamente assunto il ruolo di principali

fornitori netti di fondi. Tuttavia, alcuni paesi nell'area in via di sviluppo e nell'Europa orientale hanno incontrato difficoltà nel ricorso al credito e hanno dovuto adottare politiche di aggiustamento.

Le prospettive di ulteriori aggiustamenti nelle bilance dei pagamenti globali dipendono, in misura notevole, dall'andamento futuro dell'attività economica nei principali paesi industriali. Anche se le previsioni sono nel senso di un certo miglioramento della domanda interna in questi paesi, nel qual caso potrebbero essere parzialmente compensate le variazioni dello scorso anno nella struttura mondiale dei saldi correnti, vi sono pochi dubbi sul fatto che l'eventuale ripresa economica nei paesi del Gruppo dei Dieci sarà relativamente modesta. Al di fuori del Gruppo dei Dieci, quindi, i miglioramenti delle partite correnti indotti da un aumento delle esportazioni saranno probabilmente di entità limitata, ed alcuni paesi con ampi disavanzi si troveranno nella necessità di perseguire attive politiche di aggiustamento.

### **L'assetto globale delle bilance dei pagamenti**

#### *Gli andamenti delle partite correnti*

Il quadro delle bilance dei pagamenti nel 1981, per ciò che riguarda le partite correnti, è chiaro nei suoi aspetti generali, ma presenta zone d'ombra per quanto concerne l'esatta dimensione dei cambiamenti avvenuti. L'elemento principale è costituito da un'ampia riduzione nell'avanzo aggregato delle partite correnti dei paesi OPEC e nel disavanzo aggregato del resto del mondo. Tuttavia le statistiche disponibili mostrano che il decremento nell'eccedenza OPEC è stato quasi doppio rispetto alla riduzione di \$24 miliardi del disavanzo aggregato del resto del mondo. La contropartita della riduzione nell'avanzo OPEC si è interamente concentrata nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera, dove un miglioramento di \$43 miliardi nelle partite correnti ha praticamente eliminato il deficit registrato nel 1980. Tuttavia, nel resto dei paesi sviluppati e nei paesi in via di sviluppo non petroliferi nel 1981 i disavanzi aggregati delle partite correnti sono aumentati, secondo stime, di \$10 miliardi in ciascun gruppo. Conseguentemente, sulla base dei dati disponibili, la discrepanza tra i deficit complessivi e gli avanzi complessivi delle partite correnti, che è un aspetto costante delle statistiche sulle bilance dei pagamenti mondiali, si è triplicato tra il 1980 ed il 1981, passando da \$15 a 45 miliardi.

Nei paesi dell'OPEC, quasi tutta la flessione nell'avanzo delle partite correnti, passato da \$114 a 61 miliardi, è derivata dalla bilancia commerciale, ove i minori introiti per le esportazioni e i più elevati esborsi per le importazioni hanno contribuito in egual misura alla riduzione dell'attivo, pari a \$48 miliardi. Il fattore prevalente di questo andamento è stata la variazione in termini di volume delle importazioni e delle esportazioni, che avrebbe causato un peggioramento di \$84 miliardi della bilancia commerciale valutata a prezzi costanti del 1980, solo parzialmente compensata da un miglioramento del 17% nelle ragioni di scambio. Dal lato delle importazioni, la crescita in volume è salita al 23%, un tasso di aumento quasi doppio rispetto a quello del 1980, riflettendo non soltanto gli effetti di reddito indotti dai prezzi del petrolio, ma anche, probabilmente, una reazione al decremento del 4% nel valore unitario delle importazioni. Per ciò che riguarda le

**Saldi delle partite correnti, 1979-81<sup>1</sup>**

Paesi ed aree	Saldo commerciale (f.o.b.)			Saldo delle partite invisibili			Saldo delle partite correnti		
	1979	1980	1981	1979	1980	1981	1979	1980	1981
	miliardi di dollari USA								
Canada*	4,0	7,1	5,8	- 8,2	- 8,7	- 11,3	- 4,2	- 1,6	- 5,5
Francia	- 2,3	- 12,4	- 8,9	3,5	4,5	1,4	1,2	- 7,9	- 7,5
Germania	14,5	7,3	15,2	- 20,5	- 23,5	- 22,6	- 6,0	- 16,2	- 7,6
Giappone*	1,8	2,1	20,0	- 10,6	- 12,8	- 15,2	- 8,8	- 10,7	4,8
Italia*	- 1,1	- 16,4	- 10,9	6,4	6,7	2,2	5,3	- 9,7	- 8,7
Paesi Bassi*	- 1,4	- 1,2	4,3	- 0,6	- 1,4	- 0,9	- 2,0	- 2,6	3,4
Regno Unito	- 7,2	2,9	9,4	5,4	4,5	6,8	- 1,8	7,4	16,2
Stati Uniti	- 27,3	- 25,3	- 27,8	28,7	29,0	34,4	1,4	3,7	6,6
Svezia	0,8	- 0,4	1,5	- 3,1	- 4,1	- 4,5	- 2,3	- 4,5	- 3,0
Svizzera*	- 2,5	- 5,9	- 3,5	4,9	5,4	5,8	2,4	- 0,5	2,3
UEBL*	- 4,7 <sup>2</sup>	- 5,5 <sup>2</sup>	- 5,7 <sup>2</sup>	1,7	0,4	0,4	- 3,0	- 5,1	- 5,3
<i>Gruppo dei Dieci e Svizzera</i>	- 25,4	- 47,7	- 0,6	7,6	0,0	- 3,7	- 17,8	- 47,7	- 4,3
Australia	2,4	1,5	- 2,4	- 5,2	- 5,5	- 5,9	- 2,8	- 4,0	- 8,3
Austria*	- 4,1	- 6,2	- 4,4	3,0	4,5	3,0	- 1,1	- 1,7	- 1,4
Danimarca*	- 3,1	- 1,8	- 0,9	0,2	- 0,4	- 0,9	- 2,9	- 2,2	- 1,8
Finlandia	0,4	- 0,5	0,7	- 0,6	- 0,9	- 1,1	- 0,2	- 1,4	- 0,4
Grecia*	- 5,0	- 5,7	- 5,5	3,1	3,5	3,1	- 1,9	- 2,2	- 2,4
Irlanda*	- 2,3	- 2,1	- 2,2	0,8	0,6	0,1	- 1,5	- 1,5	- 2,1
Israele	- 3,4	- 3,4	- 3,7	2,1	2,4	2,2	- 1,3	- 1,0	- 1,5
Jugoslavia*	- 6,1	- 4,8	- 3,2	2,4	2,4	2,4	- 3,7	- 2,4	- 0,8
Norvegia	0,2	2,0	3,1	- 1,2	- 0,9	- 0,7	- 1,0	1,1	2,4
Nuova Zelanda*	0,8	0,8	0,3	- 1,3	- 1,5	- 1,4	- 0,5	- 0,7	- 1,1
Portogallo	- 2,6	- 4,0	- 4,7	2,5	2,9	2,1	- 0,1	- 1,1	- 2,6
Spagna*	- 6,0	- 11,6	- 10,1	6,8	6,6	5,1	0,8	- 5,0	- 5,0
Sud Africa*	6,0	7,1	- 0,7	- 2,5	- 3,6	- 3,8	3,5	3,5	- 4,5
Turchia	- 2,2	- 4,1	- 3,1	1,0	0,9	1,0	- 1,2	- 3,2	- 2,1
<i>Altri paesi sviluppati</i>	- 25,0	- 32,8	- 36,8	11,1	11,0	5,2	- 13,9	- 21,8	- 31,6
<i>Totale paesi sviluppati</i>	- 50,4	- 80,5	- 37,4	18,7	11,0	1,5	- 31,7	- 69,5	- 35,9
Paesi OPEC <sup>3</sup>	107	168	120	- 46	- 54	- 59	61	114	61
Altri paesi in via di sviluppo	- 30	- 45	- 53	- 7	- 14	- 16	- 37	- 59	- 69
<i>Totale paesi in via di sviluppo</i>	77	123	67	- 53	- 68	- 75	24	55	- 8
Paesi a economia planificata <sup>4</sup>	5	6	11	.	.	.	.	.	.

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

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Importazioni ed esportazioni in parte c.i.f. <sup>3</sup> Per l'elenco dei paesi si veda la tabella di pagina 101. <sup>4</sup> Bulgaria, Cecoslovacchia, Polonia, Repubblica democratica tedesca, Repubblica popolare cinese, Romania, Ungheria e URSS; sulla base dei dati doganali; cifre parzialmente stimate, comprese le esportazioni (stimate) di oro dell'URSS.

esportazioni, il peggioramento degli introiti, pari a \$24 miliardi, sarebbe stato doppio se la riduzione senza precedenti del 18% nel volume di esportazioni (le vendite di greggio sono cadute di circa 4,5 milioni di barili al giorno raggiungendo un flusso di 21 mb/g) non fosse stata in parte compensata da un aumento medio del 12% nei prezzi delle esportazioni. Gran parte della flessione delle esportazioni in volume è derivata da una contrazione dei consumi di petrolio (comprese le scorte degli utilizzatori finali) nell'area OCSE, pari a circa 2,3 mb/g. In aggiunta, si stima che la produzione di petrolio nei paesi in via di sviluppo che non appartengono all'OPEC si sia espansa di 0,5 mb/g e che le scorte di petrolio detenute dall'industria nell'area OCSE siano state ridotte di 0,2 mb/g.

Quasi tutta la riduzione del 1981 nell'avanzo OPEC è avvenuta nella seconda metà dell'anno, quando, secondo stime, l'eccedenza si è contratta di due terzi, portandosi ad un livello su base annua destagionalizzata di \$30 miliardi. Il miglioramento delle ragioni di scambio registrato nell'anno si è concentrato nei primi sei mesi, quando i prezzi del petrolio stavano ancora salendo e i prezzi delle importazioni erano calanti in conseguenza del rafforzamento del dollaro. Nel secondo semestre dell'anno l'andamento decrescente delle esportazioni in volume ha subito un'accelerazione in quanto al precedente accumulo di scorte petrolifere nell'area OCSE è subentrata una loro consistente riduzione.

Paesi OPEC: variazioni nelle componenti delle partite correnti, 1980-81

Voci	Totale paesi OPEC		Paesi a bassa capacità di importazione <sup>1</sup>		Paesi a elevata capacità di importazione <sup>2</sup>	
	1980	1981	1980	1981	1980	1981
	variazioni in miliardi di dollari USA					
Saldo delle partite correnti . . . . .	53	- 53	50	- 15	3	- 38
<i>di cui:</i> saldo delle partite invisibili e dei trasferimenti	- 8	- 5	- 6	- 3	- 2	- 2
saldo commerciale . . . . .	61	- 48	56	- 12	5	- 36
<i>di cui:</i> esportazioni . . . . .	90	- 24	66	1	24	- 25
(variazioni delle quantità) <sup>3</sup> . . . . .	(- 30)	(- 54)	( 10)	(- 21)	(- 20)	(- 33)
(variazioni dei prezzi) . . . . .	( 120)	( 30)	( 76)	( 22)	( 44)	( 8)
importazioni <sup>4</sup> . . . . .	- 29	- 24	- 10	- 13	- 19	- 11
(variazioni delle quantità) <sup>3</sup> . . . . .	(- 14)	(- 30)	(- 3)	(- 15)	(- 12)	(- 15)
(variazioni dei prezzi) . . . . .	(- 15)	( 6)	(- 7)	( 2)	(- 7)	( 4)

<sup>1</sup> Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Libia, Oman e Qatar. <sup>2</sup> Algeria, Ecuador, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Nigeria, e Venezuela. <sup>3</sup> La componente relativa alla quantità è stata calcolata applicando la variazione stimata delle quantità al valore delle importazioni e delle esportazioni dell'anno precedente; si considera che lo scarto tra tale componente e le variazioni in valore nelle importazioni e nelle esportazioni rifletta principalmente le variazioni della componente prezzi. <sup>4</sup> Il segno meno indica un aumento delle importazioni.

Nel 1981 le bilance dei pagamenti nei paesi OPEC hanno subito un'ulteriore polarizzazione, in rapporto alla diversa capacità di importazione dei paesi. Mentre il saldo attivo aggregato di parte corrente dei paesi "a bassa capacità di importazione", pari a \$77 miliardi, è stato inferiore al livello del 1980 di soli \$15 miliardi, il saldo corrente dei paesi "ad elevata capacità di importazione" è passato, secondo stime, da un avanzo di \$22 miliardi nel 1980 ad un disavanzo di \$16 miliardi nel 1981. Tuttavia ciò è avvenuto principalmente per ragioni non dipendenti dalla capacità di assorbire importazioni dei due gruppi di paesi. Infatti, le importazioni in valore di

entrambi i gruppi sono aumentate all'incirca dello stesso importo, ma con una crescita in volume considerevolmente più elevata nel gruppo dei paesi a bassa capacità di importazione. Le principali differenze, al contrario, sono avvenute dal lato delle esportazioni, dove i paesi a bassa capacità di importazione hanno mantenuto il livello di introiti del 1980, mentre gli altri hanno registrato una flessione di \$25 miliardi, principalmente a causa delle riduzioni della produzione di petrolio dell'Iran e dell'Iraq. Nel 1981, la loro produzione complessiva di petrolio è stata di 2,2 mb/g soltanto, mentre tre anni prima essa era di 7,8 mb/g.

L'unica contropartita della riduzione dell'avanzo dell'OPEC si è avuta nei paesi del *Gruppo dei Dieci e Svizzera*, il cui disavanzo corrente aggregato si è ridotto, da \$48 miliardi nel 1980 a \$4 miliardi nel 1981, e l'intero miglioramento è derivato dalla bilancia commerciale. La tabella che segue illustra i principali fattori che stanno alla base dell'ampio spostamento avvenuto nel 1981 e nei due anni precedenti nella bilancia commerciale (misurata in base a dati doganali) dei paesi del Gruppo dei Dieci. Il disavanzo petrolifero netto, dopo esser salito nel 1979 e nel 1980 di un ammontare totale di \$120 miliardi, nel 1981 si è ridotto di \$9 miliardi, mentre la tradizionale eccedenza nell'interscambio non petrolifero di questi paesi, dopo essersi ridotta di \$2 miliardi nel 1979, è salita di \$74 miliardi nei due anni successivi. Questi andamenti possono essere ricondotti all'interazione di tre diversi fattori: in primo luogo, l'aumento medio dei prezzi del petrolio, rispettivamente del 40 e del 60% nel 1979 e nel 1980, che ha determinato l'enorme aumento del loro deficit petrolifero netto in quei due anni; in secondo luogo, le politiche antinflazionistiche adottate dai paesi del Gruppo dei Dieci in risposta al secondo shock petrolifero, che hanno contribuito non soltanto al forte ampliamento dell'avanzo dell'interscambio non petrolifero del Gruppo nel 1980 e nel 1981, ma anche alla riduzione, del 12 e 13% rispettivamente, nel loro volume di importazioni di petrolio in questi due anni; in terzo luogo, la vigorosa crescita del mercato dei paesi dell'OPEC, che è stata una delle altre principali ragioni del miglioramento dell'attivo commerciale non petrolifero del Gruppo nel 1980 e nel 1981.

Le più ampie variazioni nel saldo commerciale dei paesi del Gruppo dei Dieci nel periodo 1979-81 sono avvenute evidentemente nei confronti dei paesi OPEC. Al tempo stesso, due altri importanti cambiamenti sono avvenuti nella bilancia commerciale del Gruppo. Il primo è stato uno spostamento nella struttura degli esborsi petroliferi netti. In ciascuno degli ultimi tre anni, gli acquisti netti di petrolio

Gruppo dei Dieci e Svizzera: variazioni stimate nelle componenti della bilancia commerciale aggregata, 1979-81\*

Anno	Variazioni di						
	saldo commerciale	esborsi petroliferi netti			saldi commerciali non petroliferi		
		totale	verso i paesi OPEC	verso i paesi non OPEC	totale	verso i paesi OPEC	verso i paesi non OPEC
in miliardi di dollari USA (- = aumento del disavanzo o diminuzione dell'eccedenza)							
1979 . . . . .	- 53	- 51	- 38	- 13	- 2	- 8	6
1980 . . . . .	- 33	- 69	- 55	- 14	36	16	20
1981 . . . . .	47	9	14	- 5	38	16	22

\* Basate sui dati doganali: esportazioni f.o.b. e importazioni c.i.f.

dai paesi non OPEC esterni al Gruppo dei Dieci sono aumentati di un ammontare complessivo di \$32 miliardi. Inoltre, l'aumento di \$5 miliardi in tali acquisti nel 1981 si è accompagnato a una riduzione di \$14 miliardi nel disavanzo petrolifero netto nei confronti dei paesi dell'OPEC. Questo sembra indicare che nella recente situazione di eccesso di offerta sul mercato petrolifero sono proprio i paesi OPEC ad aver assunto in misura crescente il ruolo di offerenti residuali. In secondo luogo, nonostante l'ulteriore aumento nei pagamenti petroliferi netti a paesi non OPEC esterni al Gruppo nel corso del 1981, l'avanzo commerciale complessivo del Gruppo dei Dieci nei confronti di questi paesi si è quasi triplicato tra il 1980 ed il 1981. Ciò spiega, perlomeno in una certa misura, la ragione per cui il disavanzo nei pagamenti correnti degli "altri paesi sviluppati" e dei "paesi in via di sviluppo non petroliferi" è rimasto così ostinatamente elevato, pur in presenza di una riduzione dell'avanzo dell'OPEC.

Negli *altri paesi sviluppati esterni al Gruppo dei Dieci*, il disavanzo aggregato dei pagamenti correnti nel corso del 1981 si è ampliato di \$10 miliardi, passando a \$32 miliardi (vedi tabella di pagina 100), di riflesso sia a un deterioramento nel saldo commerciale sia a una riduzione nel tradizionale avanzo delle partite invisibili. Il disavanzo nell'interscambio di merci è aumentato nell'ultimo anno ed è salito a circa \$37 miliardi, a causa della debole situazione dei mercati di sbocco e di un ulteriore peggioramento nelle ragioni di scambio. All'interno del gruppo, l'andamento delle partite correnti è stato notevolmente divergente, soprattutto in ragione dei diversi orientamenti delle politiche economiche interne. L'elevato livello di attività economica, rafforzato da una riduzione dei proventi per l'esportazione di oro, è stato il principale fattore del peggioramento di \$7,8 miliardi nel saldo commerciale del Sud Africa; questo deterioramento si è riflesso interamente nel capovolgimento del saldo delle partite correnti di questo paese, passato nel 1981 a un disavanzo di \$4,5 miliardi. In Australia, il disavanzo corrente è più che raddoppiato, portandosi a \$8,3 miliardi, soprattutto per l'elevato livello della domanda interna che ha determinato un peggioramento della bilancia commerciale, passata da un avanzo di \$1,5 miliardi nel 1980 ad un disavanzo di \$2,4 miliardi nel 1981. Anche in Irlanda ed in Portogallo lo scorso anno il disavanzo delle partite correnti è aumentato in misura consistente, raggiungendo rispettivamente il 13 e l'11% del PIL. Per contro, si è registrato un considerevole miglioramento, da \$1,1 a 2,4 miliardi, nell'avanzo corrente della Norvegia, che ha riflesso essenzialmente i più elevati introiti per le esportazioni di petrolio ed un'attività economica interna depressa. La Turchia è riuscita nel corso dell'anno a ridurre il proprio deficit corrente a \$2,1 miliardi, con un miglioramento di \$1,1 miliardi; vi è stato un notevolissimo aumento (del 60%) nel volume delle esportazioni, determinato dalla combinazione di un tasso di cambio competitivo, di una politica della domanda restrittiva e di alcuni fattori di natura eccezionale. Anche la Jugoslavia, la Finlandia, la Danimarca e l'Austria hanno registrato miglioramenti dei saldi correnti, principalmente come conseguenza di flessioni di natura congiunturale nel volume delle importazioni.

Nei *paesi in via di sviluppo non petroliferi* il disavanzo stimato nelle partite correnti è aumentato nel corso del 1981 di \$10 miliardi, raggiungendo un nuovo massimo di \$69 miliardi. Principalmente a causa degli alti tassi d'interesse, il saldo delle partite invisibili è peggiorato di \$2 miliardi; tuttavia gran parte del deterioramento di parte corrente è dovuto a un aumento delle importazioni nette di merci. La ragione fondamentale di questo aumento nel disavanzo commerciale,

passato da \$45 miliardi nel 1980 a \$53 miliardi nel 1981, è un ulteriore peggioramento del 5% nelle ragioni di scambio, che ha fatto seguito ai deterioramenti segnati nei tre anni precedenti. La crescita delle esportazioni in volume, pari all'8% nel 1980, si è ridotta al 7%, mentre le importazioni reali sono aumentate ad un tasso del 6%, come nell'anno precedente.

Alla base del peggioramento di \$8 miliardi nella bilancia commerciale aggregata di questi paesi vi è stata una riduzione persino superiore nell'avanzo dell'interscambio di prodotti primari non petroliferi. Ciò ha riflesso il forte calo nei prezzi delle materie prime determinato dalla debolezza del mercato nei principali paesi industriali. Nella seconda metà del 1981 i prezzi espressi in dollari delle materie prime non petrolifere sono stati, in media, inferiori del 21% al livello del corrispondente periodo del 1980. Compensando parzialmente questo andamento, l'esborso petrolifero netto di questi paesi nel 1981 si è probabilmente ridotto di \$5-7 miliardi, nonostante un aumento dell'11% nel prezzo medio del greggio. La produzione petrolifera interna in rapida espansione ha permesso a questi paesi di ridurre le proprie importazioni di petrolio di circa un terzo in termini di quantità. Inoltre, nel corso del 1981 la crescita del disavanzo strutturale di questi paesi nell'interscambio di manufatti - peggiorato di circa \$30 miliardi tra il 1978 ed il 1980 - sembra essersi arrestata.

Come parziale conseguenza di questi andamenti divergenti nelle principali componenti della bilancia commerciale aggregata, singoli gruppi di paesi in via di sviluppo non petroliferi hanno registrato andamenti alquanto differenziati nell'interscambio commerciale nel corso del 1981. In primo luogo, i paesi in via di sviluppo non OPEC, che sono esportatori netti di petrolio (o che sono quanto meno vicini all'autosufficienza petrolifera), hanno segnato un deterioramento del loro saldo commerciale aggregato da una situazione di quasi equilibrio nel 1980 ad un deficit presumibilmente di circa \$8 miliardi nel 1981. Gli aumentati introiti per le esportazioni sono stati più che controbilanciati da un sostanziale aumento nel volume delle importazioni. Il maggiore produttore di petrolio in questo gruppo è il Messico, i cui ricavi per le esportazioni di petrolio sono aumentati lo scorso anno di quasi il 50%, salendo a un livello di \$14 miliardi circa, ma le cui importazioni, principalmente a sostegno di un vasto programma di investimenti interni, sono aumentate del 25% circa. In secondo luogo, quei paesi che negli anni più recenti hanno accresciuto notevolmente la loro capacità di esportazione di manufatti, nel 1981 sono riusciti ad ampliare la loro quota sui mercati esteri. Si può stimare che il totale delle loro esportazioni in volume sia salito del 13%, rispetto ad un aumento nell'interscambio mondiale di manufatti solo del 3%, ed il loro disavanzo commerciale complessivo è probabilmente diminuito di circa \$4 miliardi nel corso del 1981. Ciononostante, alcuni di questi paesi hanno dovuto far fronte a precarie posizioni sull'estero. Il Brasile, ad esempio, ha dovuto introdurre un programma di stabilizzazione interna che ha posto restrizioni alle importazioni. Infine, l'andamento più sfavorevole nel commercio con l'estero nel 1981 si riscontra nell'ampio gruppo dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, i cui introiti per esportazioni derivano principalmente dalle vendite di materie prime non petrolifere. La caduta nei prezzi delle loro esportazioni si è tradotta in un ulteriore deterioramento delle ragioni di scambio, portandolo ad un livello superiore al 20% su base cumulativa dal 1977. In complesso, a questi paesi produttori di materie prime va attribuito più dei due terzi del deterioramento cumulativo di \$45 miliardi,

dal 1977, della bilancia commerciale aggregata dei paesi in via di sviluppo non petroliferi.

L'avanzo mercantile globale dei *paesi ad economia pianificata* è cresciuto secondo le stime da \$6 a 11 miliardi nel corso dell'anno passato. Gran parte del miglioramento è attribuibile alla Repubblica popolare cinese, il cui avanzo è balzato da meno di \$0,5 a circa \$4 miliardi. Nei paesi dell'Europa orientale (compresa l'URSS), l'avanzo commerciale stimato è aumentato di \$1 miliardo, portandosi a circa 7 miliardi; tale aumento risulta di entità inferiore all'incremento delle vendite di oro da parte dell'Unione Sovietica.

Le stime per la bilancia delle partite correnti dei paesi dell'Europa orientale nei confronti dei paesi occidentali sviluppati indicano per il 1981 un disavanzo di \$6 miliardi, inferiore di \$0,5 miliardi circa a quello del 1980. Il saldo dell'interscambio mercantile del gruppo è migliorato di \$1,5 miliardi circa, ma vi è stato un andamento contrario delle partite invisibili, il cui disavanzo netto è aumentato da \$5 a più di \$6 miliardi. L'avanzo stimato dei pagamenti correnti dell'Unione Sovietica nei confronti dei paesi occidentali sviluppati è rimasto di poco inferiore ai \$2 miliardi. Le vendite di oro, *fortemente aumentate*, hanno più che compensato un consistente deterioramento nel resto dell'interscambio commerciale, in parte causato da un aumento delle importazioni di cereali. Si stima che il disavanzo corrente complessivo degli altri paesi del gruppo si sia contratto leggermente, raggiungendo un livello di poco inferiore a \$8 miliardi. Un lieve miglioramento dell'interscambio mercantile è stato quasi annullato dall'ulteriore peggioramento delle partite invisibili, determinato da più elevati pagamenti per interessi. A livello dei singoli paesi, i risultati nel commercio con l'estero si presentano difformi, riflettendo principalmente diversi gradi di aggiustamento, che in alcuni paesi è stato indotto dalla limitata disponibilità di credito estero.

#### *Il finanziamento degli squilibri delle bilance dei pagamenti*

L'andamento degli impieghi dei *paesi OPEC* nel corso del 1981 riflette chiaramente sia la rapida flessione nell'avanzo complessivo delle partite correnti di questo gruppo sia l'aumentata polarizzazione delle posizioni sull'estero dei paesi ad alta e a bassa capacità di importazione. La tabella seguente mostra che circa i due terzi dei nuovi impieghi all'estero identificati dell'OPEC si sono concentrati nel primo semestre, al termine del quale l'avanzo corrente aggregato si situava su base annua intorno ai \$90 miliardi. Nell'ultimo trimestre, quando l'avanzo OPEC era probabilmente quasi scomparso, i nuovi impieghi totali identificabili di fondi OPEC si erano ridotti a meno di \$9 miliardi.

Nel 1981 si è ripetuto il pronunciato spostamento verso impieghi a più lungo termine che aveva accompagnato la diminuzione dell'avanzo OPEC successivamente al primo shock petrolifero. La quota degli impieghi a breve termine sul totale dei nuovi investimenti identificati è calata da circa la metà nel 1980 a non più del 6% nel 1981. Gli incrementi identificati dei depositi OPEC presso le banche internazionali si sono ridotti, nei due anni, da \$41,6 a 3,7 miliardi. Questo spostamento della struttura per scadenza degli investimenti finanziari OPEC è da collegare in parte alle differenti preferenze per la liquidità dei paesi a bassa e ad alta capacità di importazione, e in parte al forte deterioramento della bilancia dei pagamenti dei

Paesi OPEC: impiego delle eccedenze disponibili, 1980-81. Stime<sup>1</sup>

Voci	1980	1981		
		anno	primo semestre	secondo semestre
miliardi di dollari USA				
Eccedenza disponibile identificata . . . . .	86,5	53,9	33,9	20,0
Impieghi a breve termine . . . . .	42,6	3,2	7,2	-4,0
di cui:				
negli Stati Uniti <sup>2</sup> . . . . .	0,3	-2,6	-0,4	-2,2
nel Regno Unito <sup>2</sup> . . . . .	16,3	8,4	5,7	2,7
(di cui: depositi in eurovalute) . . . . .	(14,8)	(7,9)	(4,9)	(3,0)
in altri paesi industriali <sup>3</sup> . . . . .	26,2	-2,6	1,9	-4,5
Impieghi a lungo termine . . . . .	43,9	50,7	26,7	24,0
di cui:				
negli Stati Uniti . . . . .	13,8	18,7	7,8	10,9
nel Regno Unito . . . . .	2,5	0,6	0,3	0,3
in altri paesi industriali . . . . .	17,0	21,7	13,3	8,4
presso istituzioni internazionali <sup>4</sup> . . . . .	4,9	2,5	1,3	1,2
in paesi in via di sviluppo . . . . .	6,7	7,2	4,0	3,2

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

Fonte: Banca d'Inghilterra.

paesi ad elevata capacità di importazione. I dati disponibili mostrano che quei paesi del Medio Oriente considerati a bassa capacità di importazione hanno continuato ad incrementare i propri depositi identificati presso le banche. Al netto degli effetti di cambio, questi si sono accresciuti di circa \$20 miliardi nel 1981, con un aumento di \$6 miliardi rispetto all'anno precedente. Nella stessa regione, i paesi OPEC ad alta capacità di importazione hanno per contro ridotto i loro depositi presso le banche di \$11 miliardi, dopo averli aumentati di \$16 miliardi nel 1980. Infine, nel corso del 1981, è cambiata in maniera significativa la destinazione geografica degli investimenti di fondi a breve termine dei paesi OPEC, riflettendo presumibilmente sia la solidità del dollaro, sia la tradizionale preferenza per alcuni mercati da parte dei pochi paesi rimasti eccedentari. I nuovi impieghi a breve dell'insieme dei paesi OPEC si sono concentrati interamente nel Regno Unito e quasi esclusivamente in forma di depositi in eurodollari. Al contrario, altri paesi industriali, che avevano ricevuto gran parte dei nuovi impieghi a breve dell'OPEC nel corso del 1980, lo scorso anno hanno subito prelievi di fondi per \$5,2 miliardi.

Il finanziamento degli squilibri dei pagamenti nel Gruppo dei Dieci e Svizzera è trattato in maggior dettaglio nella sezione che segue. Per il gruppo nel suo insieme il finanziamento esterno, stimato in \$37 miliardi, è stato soltanto di \$10 miliardi circa inferiore a quello del 1980, nonostante la riduzione di \$43 miliardi nel disavanzo aggregato delle partite correnti. Ciò è dovuto al fatto che il miglioramento del saldo corrente è stato in larga misura controbilanciato da una variazione del saldo stimato dei movimenti autonomi di capitali, da una situazione di equilibrio ad un deflusso netto di \$33 miliardi (i criteri secondo cui i movimenti autonomi sono stati separati da quelli inclusi nelle poste di finanziamento sono descritti alle pagine 116-117). La principale ragione che sta alla base di questa variazione nei movimenti autonomi di capitali è stato un forte aumento nei deflussi netti bancari dal Gruppo dei Dieci al resto del mondo, connesso con la cessazione dell'afflusso di fondi OPEC alle banche commerciali del Gruppo. Inoltre, sempre in

conseguenza della riduzione dell'avanzo OPEC, lo spostamento nel saldo dei movimenti autonomi di capitali ha in parte riflesso il fatto che nel 1981 l'indebitamento esterno ufficiale ai fini di bilancia dei pagamenti è stato finanziato in misura considerevole con fondi provenienti dall'interno dell'area del Gruppo dei Dieci.

L'afflusso complessivo di capitali agli *altri paesi sviluppati esterni al Gruppo dei Dieci e Svizzera*, pari a \$28,5 miliardi, è stato inferiore al disavanzo nei pagamenti correnti del 1981, cosicché le riserve totali ufficiali di questo gruppo (escludendo l'assegazione di DSP e le variazioni nelle riserve auree) si sono ridotte di \$3 miliardi, rispetto ad un incremento della stessa ampiezza nel 1980. Come negli anni precedenti, una parte notevole dell'afflusso di capitali è provenuta dall'indebitamento netto presso il settore bancario internazionale che, al netto delle variazioni di cambio, è ammontato a \$13,5 miliardi, con un aumento di \$4 miliardi rispetto al 1980. I nuovi fondi raccolti attraverso il collocamento di obbligazioni internazionali sono stati pari a \$5,8 miliardi, cifra praticamente uguale a quella dell'anno precedente. Inoltre, mentre nel 1980 il gruppo nel suo insieme aveva ridotto leggermente l'indebitamento netto nei confronti del Fondo monetario internazionale, nel 1981 il ricorso netto al credito del FMI è stato di \$0,5 miliardi. Ciò è dovuto a prestiti netti alla Turchia ed alla Jugoslavia, rispettivamente per \$0,4 e 0,6 miliardi, e a rimborsi netti effettuati da alcuni altri paesi del gruppo.

Nel gruppo dei *paesi in via di sviluppo non petroliferi* il disavanzo nei pagamenti correnti è stato finanziato facendo ricorso, come in passato, principalmente a tre fonti. L'afflusso netto per investimenti diretti è probabilmente aumentato di \$1,5 miliardi raggiungendo un totale di \$9 miliardi; gli introiti netti per prestiti agevolati si stima siano cresciuti di \$1,5 miliardi raggiungendo \$12 miliardi; e i crediti netti concessi dalle banche dichiaranti alla BRI, al netto degli effetti di cambio, sono stati pari a \$31 miliardi, rispetto ai \$34 miliardi nel 1980. In aggiunta, i prelievi netti sul Fondo monetario internazionale, che riflettono l'adozione da parte del Fondo, dalla fine del 1980, della politica di "accesso allargato", sono stati in complesso di circa \$5,5 miliardi, livello superiore di circa \$2 miliardi a quello del 1980. Infine, le riserve ufficiali totali, escluse le assegnazioni di DSP e le variazioni delle disponibilità in oro, sono rimaste praticamente invariate.

### **L'andamento delle bilance dei pagamenti nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera**

#### *L'aggiustamento nelle posizioni dei pagamenti correnti*

Il notevolissimo miglioramento della bilancia aggregata dei pagamenti correnti del Gruppo dei Dieci e Svizzera tra il 1980 ed il 1981 si è distribuito in maniera diffusa tra i singoli paesi del gruppo. Con l'eccezione del Belgio e del Canada, nel corso del 1981 tutti i paesi membri hanno registrato un miglioramento nelle partite correnti. Tuttavia, il 90% della riduzione del disavanzo corrente aggregato del gruppo (ossia \$39 miliardi) riguarda quattro paesi: Giappone, Regno Unito, Germania e Paesi Bassi. I miglioramenti delle partite correnti degli altri paesi del Gruppo dei Dieci, anche se in assoluto assai più ridotti in termini di dollari di quelli registrati nei quattro paesi dianzi menzionati, in alcuni casi sono stati tuttavia piuttosto ampi in relazione al prodotto nazionale lordo.

D'altra parte, durante l'anno si sono avute alcune pronunciate divergenze nell'andamento dei saldi correnti. Nel Regno Unito e negli Stati Uniti l'eccedenza di parte corrente si è ridotta nettamente tra la prima e la seconda metà del 1981, mentre in Francia il disavanzo si è notevolmente allargato. In tre altri paesi, la bilancia corrente si è rafforzata in misura sostanziale. Tra il primo e il secondo semestre del 1981 l'avanzo giapponese si è più che raddoppiato e il deficit dell'Italia si è quasi dimezzato; in Germania nell'ultimo trimestre dell'anno la bilancia delle partite correnti è passata da un saldo passivo ad una situazione eccedentaria.

Nell'ambito del calo generale del disavanzo aggregato delle partite correnti si notano alcune importanti differenze nell'andamento delle bilance correnti dei paesi del Gruppo dei Dieci tra il 1980 ed il 1981, che riflettono l'evoluzione divergente nelle tre principali componenti: la bilancia petrolifera netta, il saldo commerciale non petrolifero e il saldo delle partite invisibili (compresi i trasferimenti unilaterali).

Le variazioni nelle bilance petrolifere nette dei diversi paesi nel 1981 sono state meno divergenti delle variazioni nelle altre componenti della bilancia corrente. Giacché per il greggio ed i prodotti petroliferi vale generalmente la "legge del prezzo unico", le differenze nell'andamento dei saldi petroliferi nel 1981 sono dovute principalmente ai diversi andamenti nel volume delle importazioni di petrolio, a causa in parte di fattori congiunturali ed in parte della manovra, nel breve periodo, delle scorte petrolifere. Considerevoli tagli nelle importazioni hanno contribuito a ridurre in maniera marcata l'esborso netto petrolifero della Germania e della Francia, mentre in alcuni altri paesi la riduzione delle importazioni in volume di petrolio non ha compensato l'aumento del 12% nel prezzo medio del greggio registrato nel 1981. Il più importante cambiamento, tuttavia, si è avuto nel saldo petrolifero del Regno Unito, ove le più elevate esportazioni nette di greggio hanno contribuito per circa \$5 miliardi al miglioramento delle partite correnti.

Nel 1981 il saldo delle partite invisibili è stato influenzato in maniera particolare da variazioni dei redditi netti da capitale. Questi spostamenti sono la conseguenza in parte di variazioni nelle consistenze degli investimenti esteri netti dei vari paesi, ed in parte del rialzo dei tassi d'interesse. Mentre gli Stati Uniti e il Regno Unito hanno beneficiato di maggiori redditi netti da capitale, registrando miglioramenti delle partite invisibili rispettivamente di \$5,4 e 2,3 miliardi, l'Italia, la Francia, il Giappone ed il Canada hanno avuto un deterioramento del saldo delle partite invisibili che deriva principalmente da uno sfavorevole andamento su base netta dei redditi da capitale.

Tuttavia, le più ampie divergenze nell'evoluzione dei saldi correnti dei diversi paesi si sono avute nelle bilance commerciali non petrolifere. Tali divergenze sono in parte attribuibili al diverso grado di successo dei singoli paesi sui mercati di esportazione al di fuori del Gruppo dei Dieci, specialmente sui mercati OPEC che hanno rappresentato lo sbocco più ricettivo per le esportazioni dei paesi industriali. Ma, fattore più importante, le differenze nell'andamento della bilancia commerciale non petrolifera sono derivate dal fatto che più della metà del commercio estero complessivo dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera ha luogo tra i paesi membri del gruppo stesso, con la conseguenza che i saldi commerciali non petroliferi reagiscono sensibilmente alle variazioni nelle pressioni relative della domanda e/o nelle posizioni competitive internazionali fra diversi paesi del gruppo.

La tabella che segue tenta di offrire alcune indicazioni di massima circa gli effetti esercitati dalle variazioni nelle ragioni di scambio, nei livelli relativi di attività economica e in "altri fattori", sui saldi commerciali non petroliferi dei paesi del Gruppo dei Dieci nel corso degli ultimi due anni. La componente "altri fattori" comprende principalmente gli effetti delle variazioni nelle posizioni competitive internazionali in termini di costi e di prezzi, ossia delle variazioni nei tassi di cambio reali effettivi, nonché l'influenza di fattori diversi dal prezzo, come la disponibilità, la qualità e la composizione merceologica delle esportazioni. Per stimare gli effetti quantitativi delle tre determinanti sulle variazioni del saldo commerciale si è seguito il metodo seguente. Innanzitutto, le variazioni del saldo commerciale non petrolifero sono state scomposte in due componenti, che rappresentano il contributo rispettivamente dei movimenti nelle quantità e dei movimenti nei prezzi relativi dell'interscambio. L'effetto dovuto alle ragioni di scambio è riportato separatamente in una colonna. In secondo luogo, si è stimato in maniera indipendente l'effetto delle posizioni congiunturali relative sui saldi commerciali reali, prendendo in considerazione sia l'effetto dell'ampliamento del mercato di esportazione di ciascun paese sul volume delle sue esportazioni, sia l'effetto delle variazioni nella domanda interna totale sulle sue importazioni reali. Infine, le variazioni nei saldi commerciali effettivi che non sono spiegate dai movimenti delle ragioni di scambio o delle pressioni relative della domanda sono state attribuite agli "altri fattori" già menzionati, componente che include ovviamente anche le imprecisioni di stima.

Gruppo dei Dieci e Svizzera: componenti stimate  
delle variazioni dei saldi commerciali non petroliferi, 1980-81<sup>1</sup>

Paesi	1980				1981			
	Variazioni del saldo commerciale non petrolifero	dovute a variazioni delle componenti:			Variazioni del saldo commerciale non petrolifero	dovute a variazioni delle componenti:		
		ragioni di scambio	posizione congiunturale	altri fattori <sup>2</sup>		ragioni di scambio	posizione congiunturale	altri fattori <sup>2</sup>
in miliardi di dollari USA								
Belgio . . . . .	- 1½	- 1½	1½	- 1½	1½	- 2	2½	1
Canada . . . . .	5	2	2	1	- 0	0	2	- 2
Francia . . . . .	- 6	4½	3½	- 14	2½	1½	1½	- ½
Germania . . . . .	½	- ½	6½	- 5½	4	- 8½	10	2½
Giappone . . . . .	16½	- 5	5	16½	20	8½	9½	2
Italia . . . . .	- 7½	1	- 3	- 5½	8	- 5½	½	13
Paesi Bassi . . . . .	2	2	4	- 4	5	1	5½	- 1½
Regno Unito . . . . .	3	4	10	- 11	3½	2	7	- 5½
Stati Uniti . . . . .	22½	- 5½	12½	15½	- 8	16½	4½	- 29
Svezia . . . . .	- ½	1	½	- 2	1½	½	2	- 1
Svizzera . . . . .	- 2½ <sup>3</sup>	- 1½	- ½	- ½	1 <sup>3</sup>	0	1½	- ½

<sup>1</sup> Dati doganali: esportazioni f.o.b. e importazioni c.i.f. <sup>2</sup> Comprende anche il residuo derivante da effetti di prezzo e di quantità non classificabili univocamente e da squilibri iniziali della bilancia commerciale. <sup>3</sup> Esclude le poste "erratiche" (cfr. pagina 113).

E' possibile distinguere diverse connotazioni nei processi di aggiustamento delle bilance commerciali non petrolifere dei singoli paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci negli ultimi due anni. Innanzitutto, in alcuni casi le variazioni dei tassi di

cambio sembrano avere esercitato una influenza significativa con effetti di "curva J" nel breve periodo. Ad esempio, nel 1981 l'apprezzamento medio effettivo del dollaro e dello yen (12,5 e 13% rispettivamente) ed il deprezzamento del marco tedesco (7,5%) hanno fortemente influenzato le ragioni di scambio non petrolifere degli Stati Uniti, del Giappone e della Germania e hanno determinato considerevoli effetti di prezzo sulle bilance commerciali, notevolmente diversi rispetto a quelli prodottisi nel 1980.

In secondo luogo, con l'eccezione dell'Italia e della Svizzera nel 1980, quando forti aumenti nella domanda totale interna avevano prodotto effetti congiunturali negativi, tutti i paesi del Gruppo dei Dieci hanno registrato miglioramenti nelle bilance commerciali reali dovuti agli effetti congiunturali sia nel 1980 che nel 1981. Ciò è attribuibile al fatto che in questi anni l'attività economica al di fuori dell'area del Gruppo dei Dieci è stata generalmente più vivace. Tuttavia anche le variazioni nelle pressioni relative della domanda nei singoli paesi del Gruppo dei Dieci hanno esercitato un forte impatto sull'assetto dei saldi commerciali non petroliferi all'interno del gruppo. Per esempio, la ripresa della domanda interna negli Stati Uniti nel corso del 1981 ha ridotto ad un livello ben inferiore a quello del 1980 il contributo positivo degli effetti congiunturali in termini di volume sul saldo commerciale non petrolifero dello stesso paese e al tempo stesso ha contribuito al notevole miglioramento in termini di quantità del saldo commerciale non petrolifero del Giappone, che detiene il secondo posto come quota di esportazioni sul mercato statunitense. D'altra parte, gli ampi incrementi in volume nell'interscambio commerciale non petrolifero nel 1980 e nel 1981, derivati dai fattori congiunturali nel Regno Unito, nei Paesi Bassi e in Germania, sono stati innanzitutto il riflesso del basso livello della domanda interna in questi paesi.

In terzo luogo, i dati riportati nella tabella indicano che un importante effetto — in alcuni casi il più importante — sulle variazioni dei saldi commerciali non petroliferi pare essere quello esercitato dagli "altri fattori", tra i quali forse il più rilevante è l'andamento dei tassi di cambio reali effettivi. Sebbene il metodo usato in queste stime per isolare le diverse determinanti delle variazioni dei saldi commerciali non petroliferi non possa fornire altro che indicazioni sull'ordine di grandezza, dalla tabella appare che la dimensione e, ancor più, il segno delle variazioni tra il 1980 ed il 1981 attribuite agli "altri fattori" corrispondono, grosso modo, a movimenti nelle posizioni competitive internazionali prodottisi anteriormente. Ciò vale in particolare per due importanti paesi: gli Stati Uniti, in cui un'inversione nel contributo degli "altri fattori" alla variazione del saldo commerciale ha fatto seguito, con un certo ritardo, ai movimenti nel tasso di cambio reale effettivo del dollaro, e il Regno Unito che nel 1980 e nel 1981 ha risentito degli effetti del deterioramento della sua competitività internazionale avvenuto negli anni precedenti. Anche in Giappone, dove la variazione favorevole della componente residuale si è fortemente ridotta nel 1981, la competitività era peggiorata nel corso del 1980. Per contro, in Italia ed in Germania gli effetti negativi degli "altri fattori" sulla variazione del saldo commerciale nel 1980 sono scomparsi nel 1981 in seguito ai deprezzamenti del tasso di cambio reale effettivo delle monete dei due paesi avvenuti in precedenza. Gli effetti della competitività, tuttavia, sono stati meno vigorosi in alcune delle economie minori. In Svezia e in Canada ciò può essere in parte attribuito alla quota relativamente ampia dei prodotti primari nelle loro esportazioni, giacché tali prodotti tendono ad essere molto meno sensibili ai movimenti del tasso di cambio

reale effettivo. La debole reazione del Belgio ad un costante miglioramento della sua competitività dal 1977 può essere attribuita ad una struttura delle esportazioni caratterizzata da prodotti con mercato in declino.

All'interno del Gruppo dei Dieci, il Giappone è il paese che ha registrato la più ampia variazione delle partite correnti nel corso del 1981; il saldo è passato da un deficit di \$10,7 miliardi nel 1980 ad un attivo di \$4,8 miliardi nel 1981. Ciò è dovuto a un aumento di \$17,9 miliardi nelle esportazioni nette, che ha riguardato esclusivamente l'interscambio non petrolifero. Il tradizionale disavanzo nelle partite invisibili, compresi i trasferimenti, si è ampliato di \$2,4 miliardi, principalmente a causa di un più elevato deficit in conto commissioni e brevetti e di un deterioramento della bilancia dei redditi da investimenti.

Il forte aumento nell'avanzo commerciale, salito a \$20 miliardi nel 1981, è dovuto all'andamento favorevole delle ragioni di scambio e delle quantità. Le ragioni di scambio sono migliorate del 2,5%, e ciò ha amplificato gli effetti dell'espansione del 10,5% nel volume delle esportazioni e della riduzione del 2% nel volume delle importazioni. La quantità di petrolio importata si è ridotta del 6,5%, mentre le importazioni non petrolifere sono aumentate del 2,5% circa in termini reali. I più considerevoli aumenti nelle esportazioni in termini di dollari sono stati registrati nelle vendite al Medio Oriente (+ 23,5%), agli Stati Uniti (+ 23%) e al Regno Unito (+ 26,5%), mentre le esportazioni verso gli altri paesi dell'Europa occidentale sono salite del 7% soltanto. Dal lato delle importazioni, gli acquisti dal Regno Unito hanno registrato un amplissimo aumento (+ 39,5%), mentre gli acquisti dagli altri paesi europei occidentali sono aumentati del 4%.

L'avanzo commerciale del Giappone ha toccato un massimo nel terzo trimestre del 1981, quando su base destagionalizzata ha raggiunto un livello di \$6,3 miliardi. Nel quarto trimestre questa eccedenza è scesa a \$5 miliardi in quanto il volume delle esportazioni si è ridotto del 4,5%, mentre il volume delle importazioni è aumentato del 5%. Nei primi tre mesi del 1982 l'eccedenza della bilancia commerciale giapponese si è ridotta ulteriormente a \$3,9 miliardi; tuttavia, giacché nello stesso periodo si è ridotto anche il disavanzo delle partite invisibili, la bilancia corrente su base destagionalizzata ha mostrato un attivo di \$0,9 miliardi, solo leggermente inferiore a quello del trimestre precedente.

Nel Regno Unito nel 1981 l'eccedenza stimata delle partite correnti ha raggiunto il livello record di \$16,2 miliardi. Ciò rappresenta un miglioramento di \$8,8 miliardi rispetto al 1980, che per i tre quarti riguarda l'interscambio mercantile. Nelle partite invisibili, un aumento di \$2,3 miliardi negli incassi netti è interamente attribuibile al riemergere di un saldo attivo nel conto dei redditi da investimenti. Gran parte di questo miglioramento è risultato da un aumento negli introiti netti in conto interessi affluiti alle banche del Regno Unito per operazioni in valuta e da una flessione dei profitti delle società petrolifere estere operanti nel Regno Unito.

La valutazione ufficiale del saldo delle partite correnti per il 1981 mostra un attivo commerciale leggermente superiore ai \$9 miliardi, rispetto ad un avanzo di \$2,8 miliardi nel 1980. Gran parte di questo miglioramento deriva dal fatto che il Regno Unito è divenuto un significativo esportatore netto di petrolio. I dati doganali indicano che l'interscambio petrolifero è passato da una posizione di quasi equilibrio nel 1980 a una eccedenza superiore ai \$5 miliardi e che il disavanzo commerciale non petrolifero si è ridotto di \$3,6 miliardi, portandosi a \$3,9 miliardi.

L'evoluzione esatta della bilancia commerciale nel corso del 1981 è resa incerta dalla mancanza di statistiche per alcuni mesi, a causa di agitazioni nel settore pubblico, e da modifiche nel metodo di rilevazione delle esportazioni. Tuttavia è evidente che l'avanzo commerciale si è ridotto alquanto decisamente nel corso dell'anno. Un confronto tra i dati destagionalizzati del commercio, sulla base della bilancia dei pagamenti del quarto e del primo trimestre del 1981, mostra che, mentre l'avanzo petrolifero si è ridotto di \$0,5 miliardi, il saldo commerciale non petrolifero è peggiorato in misura assai più pronunciata, passando da un'eccedenza di \$2 miliardi ad un disavanzo di \$0,3 miliardi. Il livello delle importazioni e delle esportazioni non petrolifere era stato eccezionalmente basso nel primo trimestre del 1981, ma sia le esportazioni che le importazioni hanno successivamente segnato una ripresa nel corso dell'anno. Nel quarto trimestre il volume delle esportazioni non petrolifere (al netto delle poste erratiche) era del 10,5% superiore a quello registrato nei primi tre mesi dell'anno, mentre le importazioni non petrolifere sono cresciute del 24% tra i due periodi, in parte per effetto del rallentamento del processo di riduzione delle scorte nella seconda metà dell'anno. Considerando l'andamento in quantità dell'interscambio non petrolifero per un più lungo arco di tempo, tra gli inizi del 1980 e l'ultimo trimestre del 1981 le importazioni sono aumentate di più dell'8%, nonostante il calo della domanda interna, mentre le esportazioni hanno subito una riduzione dell'1,5%. È da ritenere che questi movimenti riflettano in parte una perdita di competitività internazionale.

A causa soprattutto di una flessione delle esportazioni nette di petrolio, l'avanzo commerciale destagionalizzato nei primi due mesi del 1982 è stato pari a \$0,1 miliardi soltanto, rispetto a \$0,5 miliardi nei due mesi precedenti. Nelle partite correnti l'eccedenza nei primi due mesi del 1982 è stimata in \$1,9 miliardi.

In *Germania* l'aspetto dominante dell'andamento delle partite correnti nel 1981 è costituito dalla variazione del saldo commerciale. Il miglioramento di \$8,6 miliardi nelle partite correnti, che ha più che dimezzato il deficit, portandolo a \$7,6 miliardi, può essere quasi interamente ricondotto ad un aumento di \$7,9 miliardi nell'eccedenza commerciale. Tra il primo ed il quarto trimestre dell'anno l'avanzo commerciale destagionalizzato è aumentato da \$1,5 a 6,5 miliardi, portando le partite correnti da un passivo di \$4,4 miliardi ad un attivo di \$1,6 miliardi. Il disavanzo delle partite invisibili e dei trasferimenti, anche se più elevato di quello del 1980 in termini di marchi, se espresso in dollari ha mostrato una modesta riduzione, pari a \$0,7 miliardi, raggiungendo un livello di \$22,8 miliardi.

Circa il 40% del miglioramento nell'eccedenza commerciale può essere attribuito a un decremento degli esborsi netti petroliferi, cui ha contribuito una riduzione di quasi il 15% della quantità importata. Inoltre, la bilancia commerciale non petrolifera ha tratto beneficio da un aumento del 5,5% nel volume di esportazioni, tasso più che doppio di quello dell'incremento reale dei mercati di esportazione della Germania nell'anno passato. Ciò ha riflesso sia il miglioramento della posizione competitiva tedesca derivato dal deprezzamento del marco, sia un aumento eccezionale delle esportazioni verso i paesi OPEC. Le importazioni non petrolifere hanno segnato una flessione soltanto dell'1% in termini reali, nonostante una riduzione del 2,5% della domanda aggregata interna; ciò fa ritenere che i fornitori esteri abbiano accettato riduzioni nei margini di profitto al fine di mantenere la propria quota sul mercato tedesco. Oltre all'aumento delle esportazioni verso i paesi OPEC, superiore al 50% in termini di marchi, un

notevole miglioramento è stato registrato anche nelle vendite ai paesi in via di sviluppo (+ 23%), agli Stati Uniti (+ 21%) e al Regno Unito (+ 14%). Le esportazioni verso i paesi ad economia pianificata sono rimaste praticamente invariate. Più della metà del miglioramento del saldo commerciale in termini di marchi tedeschi nel 1981 è imputabile all'interscambio con i paesi OPEC; per contro, non vi è stata praticamente alcuna variazione nel saldo commerciale con i paesi della CEE.

Il rafforzamento di fondo della posizione sull'estero della Germania è continuato nel primo trimestre del 1982. In virtù di un andamento favorevole nell'interscambio, il disavanzo dei pagamenti correnti si è ridotto a \$0,7 miliardi, mentre nel corrispondente trimestre del 1981 esso era stato pari a \$4,4 miliardi.

Anche la bilancia dei pagamenti correnti dei *Paesi Bassi* ha registrato un miglioramento assai marcato nel corso del 1981, passando da un deficit di \$2,6 miliardi a un avanzo di \$3,4 miliardi, principalmente per effetto di un forte miglioramento nell'interscambio mercantile. Inoltre, il saldo negativo delle partite invisibili è sceso leggermente, da \$1,4 a 0,9 miliardi, a causa della comparsa di un modesto avanzo nella bilancia dei servizi. Poiché nel 1981 non vi sono state variazioni nelle ragioni di scambio, lo straordinario capovolgimento nella bilancia commerciale, da un deficit di \$1,2 miliardi a un attivo di \$4,3 miliardi, è principalmente attribuibile a una riduzione del 7% nel volume delle importazioni. La causa principale è stata la debolezza della domanda complessiva interna che, secondo stime, è calata del 5%, ossia più che in qualsiasi altro paese dell'OCSE. Ciò ha rispecchiato una flessione negli investimenti e nell'accumulo di scorte, due componenti che dovrebbero avere un impatto relativamente forte sulla domanda di importazioni. Il volume delle esportazioni, d'altro canto, è aumentato soltanto dell'1%.

In *Svizzera* il miglioramento del saldo delle partite correnti, passato da un deficit di \$0,5 miliardi nel 1980 ad un'eccedenza di \$2,3 miliardi nel 1981, ha segnato un'inversione di tendenza rispetto al deterioramento avutosi tra il 1979 ed il 1980. Sebbene anche le partite invisibili abbiano contribuito al miglioramento dell'ultimo anno, con un aumento negli introiti netti pari a \$0,4 miliardi, il ruolo principale è stato svolto dall'interscambio mercantile, il cui disavanzo si è ridotto di \$2,4 miliardi, portandosi a \$3,5 miliardi. Circa \$1 miliardo di questa riduzione è attribuibile a un più favorevole andamento delle poste "erratiche" nelle quali rientrano, ad esempio, le pietre preziose e le opere d'arte. A prescindere da queste voci, le esportazioni sono cresciute del 3% in termini reali, il che implica un aumento nella quota di mercato, mentre le importazioni, in parte a causa di una contrazione della domanda interna, sono scese del 2%. Queste variazioni nelle quantità hanno sopravanzato l'effetto di un leggero deterioramento nelle ragioni di scambio.

Negli *Stati Uniti* nel 1981 l'eccedenza della bilancia dei pagamenti correnti è cresciuta di \$2,9 miliardi, portandosi a \$6,6 miliardi. Si è registrato un aumento delle importazioni nette di merci, pari a \$2,5 miliardi, più che compensato da un aumento di \$5,4 miliardi nel saldo delle partite invisibili e dei trasferimenti, che hanno registrato un surplus di \$34,4 miliardi. Il grosso del miglioramento nelle partite invisibili è derivato da un afflusso netto di redditi da capitale. Mentre gli introiti netti da investimenti diretti, principalmente in forma di profitti non

distribuiti, sono scesi di \$5 miliardi rispetto al 1980, gli altri redditi netti da capitale sono cresciuti di \$9 miliardi, riflettendo essenzialmente la crescita del livello dei tassi d'interesse.

Il leggero aumento del disavanzo mercantile, portatosi a \$27,8 miliardi, è il risultato netto di variazioni divergenti nei prezzi e nelle quantità. L'anno passato, il saldo commerciale in termini reali è peggiorato di circa \$15 miliardi, con una riduzione dell'1% nel volume delle esportazioni ed un aumento del 5% in quello delle importazioni. Nell'ambito dell'aumento delle importazioni reali totali sono calate dell'11,5% le importazioni di petrolio e sono fortemente aumentate, del 12,5%, quelle non petrolifere. Gran parte dell'effetto negativo di questi movimenti delle quantità è stato compensato da un miglioramento del 5,5% nelle ragioni di scambio, derivato dal forte apprezzamento del tasso di cambio effettivo del dollaro.

Se si eccettua la riduzione di \$9,4 miliardi del deficit commerciale con i paesi OPEC, nel 1981 è peggiorato l'interscambio commerciale con tutti i principali gruppi di paesi. In particolare, il saldo commerciale con gli altri paesi industriali ha subito un capovolgimento, passando da un avanzo di \$9,5 miliardi nel 1980 ad un disavanzo di \$2,2 miliardi nel 1981, interamente per effetto del deterioramento dei saldi commerciali con i paesi della CEE e col Giappone. Quanto alla composizione merceologica, hanno registrato un'ampia riduzione, pari a \$7,5 miliardi, le esportazioni nette di prodotti ad uso industriale e di materie prime (escluso il petrolio) ed è aumentato di \$5,5 miliardi il disavanzo nell'interscambio di beni di consumo, compresi gli autoveicoli.

Anche se per l'intero 1981 il disavanzo commerciale si è ampliato relativamente poco, nel corso dell'anno si è avuto un sensibile deterioramento, nonostante una riduzione di \$2,3 miliardi nelle importazioni nette di greggio e di prodotti petroliferi. Nel secondo semestre 1981, poiché le ragioni di scambio sono migliorate fortemente, aumentando del 6% rispetto alla prima metà dell'anno, l'andamento delle quantità dev'essere stato particolarmente sfavorevole. Dato che anche la pressione relativa della domanda sulla bilancia commerciale ha iniziato ad alleggerirsi quando, nell'ultima parte del 1981, si è indebolita la domanda globale negli Stati Uniti, si può ritenere che il deterioramento della bilancia commerciale nel corso dell'anno sia derivato principalmente dalla costante perdita di competitività internazionale. Nei primi tre mesi del 1982, poiché le importazioni si sono ridotte più rapidamente delle esportazioni, il deficit commerciale stagionalizzato è sceso a \$5,9 miliardi, rispetto ad un disavanzo di \$9,1 miliardi nell'ultimo trimestre del 1981.

In *Svezia* la riduzione del disavanzo delle partite correnti, da \$4,5 a 3 miliardi tra il 1980 e il 1981, risulta da una variazione di entità ancora maggiore nel saldo dell'interscambio mercantile, passato da un deficit di \$0,4 miliardi ad un attivo di \$1,5 miliardi. Il saldo negativo delle partite invisibili, d'altro canto, è aumentato di \$0,4 miliardi raggiungendo un livello di \$4,5 miliardi, compreso un aumento di \$0,7 miliardi del disavanzo dei redditi da investimenti. L'evoluzione dell'interscambio mercantile è stata determinata soprattutto da una flessione del 7% nel volume delle importazioni, che ha riflesso un rallentamento della domanda finale e un decremento delle scorte di petrolio. Le esportazioni reali sono cresciute dell'1,5% nell'arco dell'intero anno, essendosi riprese dopo la svalutazione del 10% della corona in settembre. Il miglioramento della bilancia commerciale in quantità è

stato in parte controbilanciato da un deterioramento del 2% nelle ragioni di scambio.

In *Italia* nel 1981 il deficit delle partite correnti si è ridotto di \$1 miliardo, scendendo a \$8,7 miliardi. Il disavanzo commerciale si è fortemente contratto, da \$16,4 a 10,9 miliardi, ma gran parte di questo miglioramento è stato controbilanciato da un calo di \$4,5 miliardi nell'avanzo delle partite invisibili. La maggior parte del deterioramento di queste ultime è derivato da più elevati esborsi in conto redditi da capitale e da minori introiti netti per il turismo.

I dati doganali indicano che la riduzione nelle importazioni nette di merci registrata nel 1981 è interamente dovuta all'interscambio non petrolifero. Gli esborsi petroliferi netti sono infatti cresciuti di \$1,8 miliardi, poiché le importazioni di petrolio in volume si sono ridotte soltanto del 3,5% ed il prezzo medio del petrolio importato è salito del 13% rispetto al 1980. Il miglioramento di \$8,3 miliardi del saldo commerciale non petrolifero è dovuto interamente al favorevole andamento in termini di quantità; in effetti, esso è stato ottenuto nonostante un deterioramento delle ragioni di scambio di quasi il 10%. Il volume delle esportazioni ha registrato una vigorosa espansione del 5,5% e la quota delle vendite ai paesi OPEC è aumentata dal 13 al 17% del valore totale delle esportazioni. Dal lato delle importazioni, nel 1981 le quantità si sono ridotte dell'11,5%; ciò rappresenta di gran lunga la più ampia riduzione tra i principali paesi industriali. Sebbene questo andamento sia in parte una conseguenza della forte caduta nella domanda globale interna, esso ha altresì rispecchiato l'imposizione, a partire da maggio, di un deposito sulle importazioni.

Nel corso del 1981 la bilancia dei pagamenti correnti dell'Italia è andata migliorando molto più di quanto appare dai dati annuali. Su base annua destagionalizzata il disavanzo è sceso da \$11 miliardi nella prima metà dell'anno a soli \$6 miliardi nel secondo semestre, e il miglioramento ha riguardato pressoché interamente la bilancia commerciale.

In *Francia* il disavanzo delle partite correnti, pari a \$7,5 miliardi nel 1981, è stato soltanto di poco inferiore a quello dell'anno prima. Il disavanzo commerciale ha segnato una riduzione di \$3,5 miliardi, quasi interamente controbilanciata da una contrazione di \$3,1 miliardi nell'attivo delle partite invisibili, gran parte della quale è stata determinata da minori introiti per redditi da investimenti. I dati doganali indicano che all'incirca un terzo del miglioramento della bilancia commerciale può essere ascritto alla riduzione netta della quantità di petrolio importata. Il saldo commerciale non petrolifero è migliorato sia perché la crescita in volume delle esportazioni è stata lievemente superiore a quella delle importazioni, sia perché si è registrato un modesto miglioramento delle ragioni di scambio non petrolifere. Gli esportatori francesi di manufatti sembrano aver tratto beneficio dall'ampio deprezzamento del tasso di cambio reale effettivo del franco francese dal 1980. L'aumento nel volume di importazioni si è concentrato nell'ultima parte dell'anno, quando la domanda interna ha registrato una ripresa parallelamente con il nuovo orientamento di politica economica. Il disavanzo commerciale destagionalizzato si è ampliato su base annua da \$7,4 miliardi nella prima metà dell'anno a \$10,4 miliardi nella seconda.

Nel 1981 il disavanzo corrente dell'*Unione economica del Belgio-Lussemburgo* è aumentato leggermente portandosi a \$5,3 miliardi; ciò è dovuto interamente

ad un modesto deterioramento nella bilancia commerciale. I dati doganali indicano che gli effetti negativi di un peggioramento del 5% delle ragioni di scambio sono stati ampiamente compensati da una riduzione del 4% nel volume delle importazioni. Le esportazioni in termini reali sono rimaste invariate nonostante il fatto che, a partire dal 1977, la competitività abbia registrato un costante miglioramento. L'andamento relativamente deludente delle esportazioni sembra essere dovuto principalmente a fattori strutturali. Rispetto agli altri paesi industriali, in Belgio le esportazioni sono concentrate più fortemente su determinati prodotti — quali l'acciaio e i prodotti tessili — per i quali il commercio internazionale è cresciuto a tassi comparativamente minori e la concorrenza dei paesi di nuova industrializzazione è particolarmente intensa.

Il disavanzo corrente del *Canada*, diminuito in maniera apprezzabile nel 1980, lo scorso anno è cresciuto di \$3,9 miliardi raggiungendo i \$5,5 miliardi. Il saldo positivo dell'interscambio mercantile si è ridotto di \$1,3 miliardi, principalmente a causa di maggiori importazioni di petrolio in seguito alla controversia sul prezzo dell'energia tra lo stato di Alberta e il Governo federale, la quale ha condotto a una temporanea cessazione della produzione interna di petrolio. La bilancia commerciale per le altre principali categorie merceologiche è rimasta all'incirca invariata. Elemento importante nel deterioramento di \$2,6 miliardi nelle partite invisibili è stato un aumento di \$1,1 miliardi negli esborsi netti di interessi a non residenti. Ciò ha riflesso il notevole incremento delle consistenze di passività finanziarie canadesi verso l'estero e, in misura minore, un aumento dei tassi d'interesse pagati su tali passività.

#### *I flussi di capitali e il finanziamento degli squilibri esterni*

Nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera la riduzione del disavanzo corrente aggregato nel 1981 è stata pressoché controbilanciata da una variazione nella bilancia dei movimenti di capitale del settore privato (compresa la voce errori ed omissioni), passata da una situazione di quasi equilibrio nel 1980 a un deflusso netto aggregato di circa \$40 miliardi nel 1981. Come è stato rilevato precedentemente, una parte significativa di questo deflusso è attribuibile a un fortissimo aumento nelle esportazioni nette di capitali effettuate dalle banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci.

La tabella che segue riassume le bilance dei pagamenti globali dei singoli paesi del Gruppo nel 1980 e 1981; in essa i movimenti di capitali sono stati divisi, per quanto possibile, in quelli aventi carattere autonomo ed in quelli classificabili come posta di finanziamento. Il metodo usato è quello di classificare come autonomi tutti i movimenti di capitale che non possono essere identificati, con ragionevole certezza, come operazioni di indebitamento all'estero ufficiale o incoraggiato dalle autorità al fine di finanziare gli squilibri esterni. In alcuni casi, questa disaggregazione dei flussi di capitale è in certa misura arbitraria, poiché la linea che separa i movimenti di capitale autonomi dalle transazioni compensative non è sempre netta. Quindi, anche se tutti i flussi di capitali privati sono stati classificati come autonomi (tranne i casi in cui il finanziamento ufficiale esterno ha avuto luogo attraverso il sistema bancario nazionale o in cui l'indebitamento all'estero delle imprese private è soggetto ad autorizzazione governativa), talvolta essi sono stati influenzati da misure amministrative da parte delle autorità. Nella tabella i flussi

degli investimenti diretti sono distinti dagli altri movimenti di capitale privati, giacché questi ultimi sono in generale più sensibili all'andamento dei tassi d'interesse e dei tassi di cambio. Questi andamenti, che hanno influenzato in maniera essenziale l'assetto dei flussi di capitali privati all'interno dell'area del Gruppo dei Dieci, hanno influito notevolmente sulle variazioni avvenute tra il 1980 ed il 1981 nel saldo dei movimenti di capitali privati di gran parte dei paesi appartenenti al gruppo.

Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera:  
flussi di capitali e finanziamento degli squilibri esterni, 1980-81

Paesi	Anni	Partite correnti	Movimenti autonomi di capitali (flussi netti)				Saldo delle partite correnti e dei movimenti autonomi di capitali	Poste di finanziamento	
			Settore ufficiale <sup>1</sup>	Investimenti diretti	Altri capitali privati ed Errori e omissioni	Totale		indebitamento netto del settore ufficiale <sup>2</sup> (aumento = +)	movimenti monetari ufficiali netti <sup>3</sup> (miglioramento = -)
miliardi di dollari									
Belgio-Lussemburgo	1980	- 5,1	- 0,1	1,4	- 0,3	1,0	- 4,1	5,0	- 0,9
	1981	- 5,3	- 0,1	1,7	- 6,1	- 4,5	- 9,8	7,5	2,3
Canada . . . . .	1980	- 1,6	2,6	- 1,9	- 0,4	0,3	- 1,3	0,6	0,7
	1981	- 5,5	6,3	- 8,5	8,5	6,3	0,8	- 0,6	- 0,2
Francia . . . . .	1980	- 7,9	- 1,2	0,2	10,0	9,0	1,1	5,5 <sup>4</sup>	- 6,6
	1981	- 7,5	- 1,0	- 0,7	- 3,1	- 4,8	- 12,3	7,3 <sup>4</sup>	5,0
Germania . . . . .	1980	- 16,2	- 0,6	- 3,3	- 7,4	- 11,3	- 27,5	12,2	15,3
	1981	- 7,6	- 2,5	- 2,8	1,0	- 4,3	- 11,9	11,2	0,7
Giappone . . . . .	1980	- 10,7	4,1	- 2,1	13,4	15,4	4,7	-	- 4,7
	1981	4,8	5,1 <sup>5</sup>	- 4,7	- 1,0	- 0,6	4,2	-	- 4,2
Italia . . . . .	1980	- 9,7	- 0,2	- 0,2	7,0	6,6	- 3,1	3,8	- 0,7
	1981	- 8,7	- 0,1	- 0,1	3,6	3,4	- 5,3	4,6	0,7
Paesi Bassi . . . . .	1980	- 2,6	- 0,1	- 1,4	5,1	3,6	1,0	-	- 1,0
	1981	3,4	- 0,2	- 2,0	- 1,9	- 4,1	- 0,7	-	0,7
Regno Unito . . . . .	1980	7,4	0,5	- 1,1	- 6,9	- 7,5	- 0,1	- 2,2	2,3
	1981	16,2	0,1	- 5,5	- 12,6	- 18,0	- 1,8	- 3,2	5,0
Stati Uniti . . . . .	1980	3,7	- 3,0	- 7,7	- 2,1	- 12,8	- 9,1	1,2	7,9
	1981	6,6	- 0,2	11,7	- 17,2	- 5,7	0,9	- 1,9	1,0
Svezia . . . . .	1980	- 4,5	- 0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,8	- 5,3	5,2	0,1
	1981	- 3,0	- 0,2	- 0,6	2,4	1,6	- 1,4	1,7	- 0,3
Svizzera . . . . .	1980	- 0,5	-	-	- 3,4	- 3,4	- 3,9	-	3,9
	1981	2,3	-	-	- 2,0	- 2,0	0,3	-	- 0,3
Totale . . . . .	1980	- 47,7	1,9	- 16,5	14,7	0,1	- 47,6	31,3	16,3
	1981	- 4,3	7,2	- 11,5	- 28,4	- 32,7	- 37,0	26,6	10,4

<sup>1</sup> Escluse le accensioni di prestiti. <sup>2</sup> Indebitamento con l'estero contratto direttamente o incoraggiato dalle autorità ai fini della bilancia dei pagamenti, compreso l'indebitamento in valuta estera attraverso le banche nazionali. <sup>3</sup> Esclusa l'assegnazione di DSP e, in linea di principio, gli aggiustamenti di cambio. <sup>4</sup> Comprende l'indebitamento da parte delle imprese private non bancarie, soggetto ad autorizzazione amministrativa. <sup>5</sup> Stime.

In quasi tutti i paesi del Gruppo dei Dieci il saldo dei movimenti autonomi di capitali nel 1981 è variato sensibilmente rispetto al 1980, e in alcuni casi la differenza è stata assai notevole. In cinque paesi - Regno Unito, Giappone, Paesi Bassi, Canada e Italia - la variazione dei flussi autonomi di capitali ha all'incirca compensato quella delle partite correnti. In altri quattro paesi - Germania, Stati Uniti, Svezia e Svizzera - la variazione in conto capitale si è aggiunta a quella di

parte corrente, mentre in Francia e nell'Unione Economica del Belgio-Lussemburgo, il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti, praticamente invariato rispetto al 1980, è stato accompagnato da un'ampia variazione negativa dei movimenti di capitali.

Nel *Regno Unito* i deflussi di capitali autonomi sono aumentati complessivamente di \$10,5 miliardi nel 1981 portandosi a \$18 miliardi; questo andamento ha più che controbilanciato il miglioramento delle partite correnti rispetto al 1980. Uno dei due principali elementi alla base di quell'aumento è stato il fatto che si sono quintuplicati i deflussi netti per investimenti diretti, pari a \$5,5 miliardi, derivati all'incirca in egual misura da più ampi investimenti britannici all'estero e da ridotti investimenti diretti esteri. Queste variazioni possono essere state in parte collegate ai livelli assai bassi dei profitti societari nel Regno Unito. Per ciò che riguarda i residui movimenti dei capitali privati (ove il deflusso netto totale è circa raddoppiato, raggiungendo il livello di \$12,6 miliardi), il più importante cambiamento è stato un balzo, da \$1 a 5 miliardi, nella voce negativa errori ed omissioni. L'altro principale elemento del deflusso di capitali privati è rappresentato dagli investimenti netti di portafoglio all'estero, che dopo essere saliti fortemente a \$6,7 miliardi nel 1980, in seguito all'abolizione dei controlli valutari, sono cresciuti ulteriormente a \$7,6 miliardi nel 1981.

Il deflusso totale netto dei movimenti autonomi di capitali ha superato di \$1,8 miliardi l'avanzo stimato delle partite correnti, ed in corso d'anno le autorità hanno effettuato rimborsi per \$3,2 miliardi, in qualche caso anticipati, di prestiti ufficiali contratti all'estero. Di conseguenza si è verificata una riduzione di \$5 miliardi nelle attività monetarie ufficiali nette, che si è interamente riflessa in un calo delle riserve.

In *Giappone*, come nel Regno Unito, una forte variazione positiva nel saldo corrente è stata più che controbilanciata da quella intervenuta nei movimenti autonomi di capitale. Ad afflussi netti autonomi per \$15,4 miliardi nel 1980 è seguito un deflusso netto per \$0,6 miliardi, che è stato ampiamente compensato dall'avanzo delle partite correnti, pari \$4,8 miliardi. Il risultante aumento netto di \$4,2 miliardi nelle attività monetarie ufficiali è stato quasi uguale a quello del 1980.

Mentre il deflusso netto stimato di capitali del settore ufficiale è aumentato di \$1 miliardo nel 1981, portandosi a \$5 miliardi, vi è stata una netta inversione nei movimenti di capitale del settore privato, passati da un afflusso netto di \$11,3 miliardi nel 1980 ad un deflusso netto di \$5,7 miliardi nel 1981. Il principale fattore alla base di questa inversione — interamente attribuibile a transazioni dei residenti in conto capitale — può essere individuato nel forte differenziale dei tassi d'interesse tra il Giappone e gli Stati Uniti, che durante tutto l'anno ha favorito investimenti in attività denominate in dollari. Le esportazioni nette di capitali privati a lungo termine sono aumentate di circa \$10 miliardi, raggiungendo un totale di \$11,6 miliardi. Per ciò che riguarda gli investimenti diretti, i deflussi netti sono saliti di \$2,6 miliardi, portandosi a \$4,7 miliardi, ed un andamento analogo negli investimenti di portafoglio privati ha ridotto gli afflussi netti a \$1,2 miliardi. Gli altri deflussi netti di capitali a lungo termine, tra cui i crediti commerciali e i prestiti privati, sono stati pari a \$8 miliardi, con un aumento di \$4,5 miliardi rispetto all'anno precedente. Gli afflussi netti di capitali a breve termine (compresa la voce errori ed omissioni) sono scesi da \$13,1 a 5,9 miliardi, principalmente a causa di un calo degli afflussi netti di fondi bancari, ridottisi di \$6,8 miliardi.

Anche nei *Paesi Bassi* il miglioramento delle partite correnti è stato più che controbilanciato da un capovolgimento del saldo dei movimenti di capitali autonomi, che è passato da un attivo di \$3,6 miliardi nel 1980 ad un disavanzo di \$4,1 miliardi nel 1981. Il più importante elemento di questa variazione è rappresentato dal rovesciamento del saldo delle operazioni con l'estero del settore bancario, da un afflusso netto di \$4,4 miliardi a un deflusso netto di \$0,9 miliardi. Nei primi tre trimestri dell'anno si sono verificati consistenti deflussi netti attraverso le banche, dovuti principalmente al differenziale dei tassi d'interesse tra il fiorino e il marco tedesco (il fiorino è generalmente considerato come moneta alternativa di investimento rispetto al marco) spostatosi a favore della moneta tedesca nel mese di febbraio. Nell'ultimo trimestre, invece, quando il differenziale tra i tassi è nuovamente divenuto favorevole per il fiorino, al deflusso netto è subentrato un notevole afflusso. In aggiunta, gli introiti netti per investimenti di portafoglio sono stati di oltre \$2 miliardi inferiori al 1980, con una notevole riduzione degli acquisti di titoli olandesi da parte dei non residenti. Poiché il saldo negativo dei movimenti autonomi di capitali nel 1981 è stato superiore di \$0,7 miliardi all'attivo netto delle partite correnti, si è prodotta una corrispondente riduzione nelle attività monetarie ufficiali nette.

In *Canada* nel 1981 il fabbisogno di finanziamento esterno è cresciuto molto fortemente. Il disavanzo delle partite correnti si è triplicato, raggiungendo un totale di \$5,5 miliardi, e le acquisizioni da parte canadese di società a capitale straniero, principalmente nei settori del petrolio e del gas naturale, si sono accompagnate ad un aumento da \$1,9 a 8,5 miliardi nel deflusso netto per investimenti diretti. Tali esigenze di finanziamento sono state più che coperte dagli afflussi netti derivanti da transazioni autonome di capitali diversi dagli investimenti diretti. Gli afflussi nel settore ufficiale sono saliti a \$6,3 miliardi, rispetto a \$2,6 miliardi nel 1980, soprattutto in seguito alle emissioni eccezionalmente ampie di titoli all'estero da parte di amministrazioni provinciali e municipali. Si sono inoltre registrati afflussi netti a breve per \$16,1 miliardi attraverso il sistema bancario, poiché le banche hanno raccolto all'estero ingenti fondi in valuta per finanziare crediti a residenti canadesi, in parte destinati alle suddette acquisizioni societarie. Controbilanciando in parte questi afflussi bancari, la posta residuale ha mostrato un deflusso netto non identificato pari a \$7,1 miliardi.

In *Italia* la modesta flessione del disavanzo delle partite correnti nel 1981 è stata più che controbilanciata da una riduzione, da \$6,6 a 3,4 miliardi, nell'afflusso netto derivante dai movimenti autonomi di capitali. Di conseguenza, nel 1981 il fabbisogno ufficiale di finanziamento è salito a \$5,3 miliardi, gran parte del quale è stato coperto dall'indebitamento all'estero del settore pubblico. Il calo negli afflussi netti autonomi risulta da variazioni assai considerevoli, e in gran parte di segno opposto, nella configurazione dei flussi bancari e di quelli identificati del settore non bancario privato diversi dagli investimenti diretti. Nel settore bancario l'ingente afflusso netto registrato nel 1980, pari a \$8 miliardi, è stato seguito da un deflusso netto di \$1,4 miliardi nel 1981. Nel settore privato non bancario, per il quale nel 1980 il conto dei movimenti di capitali (esclusi gli investimenti diretti) era stato pressoché in equilibrio, nel 1981 si è registrato un afflusso netto pari \$7 miliardi, di cui circa la metà in forma di crediti commerciali. Questi movimenti di capitali, anche se classificati come autonomi nella tabella, sono in misura significativa un effetto indiretto di due misure amministrative - il massimale al finanziamento

bancario delle importazioni e il deposito obbligatorio sulle importazioni - introdotte nei primi mesi del 1981. Sebbene queste misure avessero il fine di migliorare la bilancia commerciale, esse hanno avuto chiaramente anche l'effetto di spostare una parte del finanziamento delle partite correnti dal settore bancario a quello non bancario.

In *Germania* nel 1981 il miglioramento del saldo corrente con l'estero è stato accompagnato da una netta flessione, da \$11,3 a 4,3 miliardi, dei deflussi netti autonomi di capitali. Di conseguenza il fabbisogno ufficiale totale di finanziamento è sceso, tra il 1980 ed il 1981, da \$27,5 a 11,9 miliardi. Contrariamente al 1980, anno in cui si era registrata un'ampia riduzione delle riserve, nel 1981 quasi tutto il finanziamento ufficiale è stato ottenuto attraverso l'indebitamento all'estero, ammontato a \$11,2 miliardi. Di questo importo, \$10,1 miliardi sono stati mutuati dal Governo federale, per oltre la metà presso i paesi OPEC.

La riduzione dei deflussi complessivi di capitali è avvenuta nonostante l'ampliamento di \$1,9 miliardi dei deflussi ufficiali netti, che ha compreso sia l'aumento del credito ai paesi in via di sviluppo sia le maggiori vendite nette di titoli del settore pubblico da parte di non residenti. Nel settore privato, i deflussi netti totali si sono ridotti tra il 1980 e il 1981 da \$10,7 a 1,8 miliardi, in seguito al notevole aumento dei tassi d'interesse tedeschi nel mese di febbraio e, successivamente nel corso dell'anno, in conseguenza delle aspettative favorevoli circa il tasso di cambio del marco. Il miglioramento di questo saldo è attribuibile a tre fattori principali. Il calo di \$2,3 miliardi nel deflusso netto per investimenti di portafoglio, dovuto da un lato a minori acquisti di titoli esteri da parte di residenti tedeschi e dall'altro ai più elevati acquisti di titoli tedeschi da parte di non residenti; un afflusso netto di \$2,1 miliardi nei movimenti dei prestiti e crediti a lungo termine, che erano stati pressoché in pareggio nel 1980; infine una favorevole variazione di \$3,7 miliardi della voce errori ed omissioni, con il passaggio dei movimenti di capitali non identificati da un deflusso netto a un afflusso netto.

Negli *Stati Uniti* la riduzione nel totale dei deflussi autonomi di capitali, da \$12,8 a 5,7 miliardi tra il 1980 e il 1981 (escluse le variazioni delle disponibilità in dollari detenute da autorità monetarie straniere negli Stati Uniti, che sono incluse nella posizione monetaria ufficiale), è stata la risultante netta di un ulteriore aumento nei deflussi netti attraverso il settore bancario e di un aumento ancora più ampio degli altri afflussi in conto capitale.

Il deflusso netto dal settore bancario degli Stati Uniti tra il 1980 ed il 1981 è aumentato da \$36,2 a 43,1 miliardi. Questi flussi bancari sono analizzati nel Capitolo VI, alle pagine 140-141. Per quanto concerne i rimanenti movimenti di capitali, sono aumentati fortemente gli afflussi autonomi netti, passati da \$23,4 a 37,4 miliardi. In entrambi gli anni si sono avuti ingenti afflussi non identificati, per \$29,6 miliardi nel 1980 e per \$24,6 miliardi nel 1981; se si esclude questa posta, il saldo dei movimenti di capitali non bancari identificati si è spostato tra il 1980 e il 1981 da un passivo di \$6,2 miliardi ad un attivo di \$12,8 miliardi.

Questa variazione è dovuta principalmente al fatto che nel 1981, per la prima volta in oltre vent'anni, la voce investimenti diretti, che tradizionalmente mostra un sostanziale deflusso netto dagli Stati Uniti, ha registrato un consistente saldo attivo. Gli investimenti diretti all'estero degli Stati Uniti sono calati da \$18,5 a 7 miliardi,

mentre gli investimenti diretti esteri negli Stati Uniti sono aumentati da \$10,9 a 18,7 miliardi, determinando un'inversione del saldo da un disavanzo di \$7,7 miliardi a un attivo di \$11,7 miliardi. La netta diminuzione negli investimenti diretti all'estero degli Stati Uniti risulta da una riduzione dei profitti reinvestiti delle affiliate estere di società statunitensi, dagli ampi afflussi derivanti dalla vendita di affiliate in Canada di società statunitensi operanti nel settore dell'energia, nonché dall'indebitamento estero delle imprese americane. L'aumento degli investimenti esteri diretti negli Stati Uniti comprende un incremento di \$9,4 miliardi degli afflussi per operazioni intrasocietarie e acquisti di titoli azionari statunitensi da parte di non residenti. Non vi è dubbio che alcuni di questi afflussi di capitali classificati come investimenti diretti — in particolare l'indebitamento all'estero di società statunitensi ed altri movimenti nei conti intrasocietari — sono da porre in relazione ai differenziali dei tassi d'interesse tra gli Stati Uniti e gli altri paesi.

La posizione monetaria ufficiale netta degli Stati Uniti, esclusa l'assegnazione di DSP, si è deteriorata di \$1 miliardo. Ciò ha riflesso un incremento di \$4,1 miliardi nelle attività ufficiali, principalmente dovuto a un aumento della posizione di riserve sul FMI e ad un incremento di \$5,1 miliardi nelle passività verso le istituzioni ufficiali estere. Una riduzione di \$11,9 miliardi nelle passività ufficiali nei confronti dei paesi industriali è stata più che controbilanciata da un aumento di \$17 miliardi nelle passività verso gli altri paesi, di cui \$12,9 miliardi nei confronti dell'OPEC.

In *Svezia* la bilancia dei flussi autonomi di capitali è passata da un deficit di \$0,8 miliardi ad un attivo di \$1,6 miliardi e, poiché anche il saldo corrente è migliorato di \$1,5 miliardi, il fabbisogno di finanziamento ufficiale si è ridotto di quasi \$4 miliardi, scendendo a \$1,4 miliardi. Ciò ha permesso una notevole riduzione dell'indebitamento ufficiale all'estero, da \$5,2 a 1,7 miliardi, ed un aumento di \$0,3 miliardi nelle attività nette di riserva. Il miglioramento nel saldo dei movimenti autonomi di capitale è risultato principalmente dal fatto che la bilancia delle transazioni private è passata ad una posizione eccedentaria. Più ampi afflussi di portafoglio e un maggiore indebitamento con l'estero hanno contribuito in eguale misura all'aumento di \$1 miliardo negli afflussi a lungo termine, mentre le attività nette a breve sull'estero delle banche sono salite di ulteriori \$0,7 miliardi. Inoltre, il disavanzo nella voce errori ed omissioni si è ridotto di \$0,9 miliardi portandosi a \$0,4 miliardi.

In *Svizzera* nel 1981 il passaggio ad un saldo attivo della bilancia delle partite correnti è stato accompagnato da una riduzione nel saldo dei deflussi di capitali autonomi da \$3,4 a 2 miliardi. Tale riduzione è interamente attribuibile ai più ampi afflussi di capitali non identificati che, come indicato dalla voce errori ed omissioni, sono aumentati di \$3 miliardi, portandosi a \$10,1 miliardi. I deflussi netti di capitali identificati, d'altro canto, sono aumentati da \$10,4 a 12,1 miliardi. I residenti svizzeri hanno accresciuto di \$9,1 miliardi le proprie disponibilità di portafoglio, con un incremento di \$1,9 miliardi rispetto al 1980, mentre i deflussi netti attraverso il settore bancario, che comprendono i dollari oggetto di *swap* con la Banca Nazionale Svizzera, sono stati pari a \$3,1 miliardi, livello di poco inferiore a quello dell'anno precedente. Poiché l'attivo di parte corrente è stato di importo quasi uguale ai deflussi netti di capitali, nel 1981 la posizione monetaria ufficiale netta è rimasta praticamente invariata.

In *Francia*, tra il 1980 e il 1981, i movimenti autonomi di capitale hanno registrato un andamento decisamente negativo, passando da un afflusso netto di \$9 miliardi a un deflusso netto di \$4,8 miliardi. Quest'ultimo, unitamente a un disavanzo delle partite correnti di \$7,5 miliardi, leggermente inferiore a quello del 1980, ha dato origine ad un fabbisogno ufficiale di finanziamento di \$12,3 miliardi, coperto per \$7,3 miliardi attraverso l'indebitamento all'estero e per la parte rimanente da una riduzione nelle attività monetarie ufficiali nette. Gli afflussi netti identificati di capitali privati, che erano stati di oltre \$5 miliardi nel 1980, sono praticamente scomparsi nel 1981, principalmente a causa di piú elevati investimenti di portafoglio e prestiti a lungo termine all'estero. La piú ampia variazione, tuttavia, è quella della voce errori ed omissioni, passata da un saldo positivo di \$5 miliardi ad un disavanzo di \$3,9 miliardi. Le elezioni presidenziali nel maggio 1981 sono state seguite da un ampio deflusso di fondi, ma nel corso dell'anno il saldo del conto capitali è migliorato per effetto di un forte aumento dei tassi d'interesse interni e di un rafforzamento dei controlli valutari.

Anche nell'*Unione Economica del Belgio-Lussemburgo* vi è stato un andamento negativo nei movimenti autonomi di capitali, da afflussi netti per \$1 miliardo nel 1980 a un deflusso netto di \$4,5 miliardi nel 1981. Questo deflusso, insieme ai \$5,3 miliardi di disavanzo delle partite correnti, ha dato origine ad un fabbisogno ufficiale di finanziamento di \$9,8 miliardi, coperto per \$7,5 miliardi dall'indebitamento ufficiale all'estero e per il resto da un decremento di \$2,3 miliardi nelle attività monetarie ufficiali nette. La principale variazione nella bilancia dei capitali tra i due anni è stato un incremento da \$0,3 a 6,1 miliardi nei deflussi autonomi del settore privato non in forma di investimenti diretti. I due terzi dei deflussi netti registrati nel 1981 sono passati attraverso il settore bancario, esclusi i crediti commerciali e l'indebitamento per conto del governo. I residenti non bancari hanno aumentato di \$2,5 miliardi le loro attività nette in valuta presso le banche dell'UEBL, mentre i non residenti hanno attinto alle loro disponibilità in franchi belgi e lussemburghesi presso le stesse banche per un ammontare di \$1,4 miliardi. Questi spostamenti sembrano essere stati indotti dal restringimento dei differenziali dei tassi d'interesse a breve a favore del franco belga e dalle aspettative circa i tassi di cambio.

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

### Aspetti salienti

Il 1981 è stato un altro anno di vigorosa espansione dei mercati finanziari internazionali. Poiché non vi è stata carenza di fondi mutuabili e la domanda di credito bancario internazionale dei privati e degli Stati, sia nelle aree in via di sviluppo sia in quelle industrializzate, ha continuato ad essere sostenuta, le attività lorde sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI si sono accresciute (su base depurata degli effetti di cambio) di \$268 miliardi rispetto ad un aumento di \$242 miliardi nel 1980. Al netto delle duplicazioni contabili derivanti dal rideposito di fondi entro l'area dichiarante, si può stimare che la crescita del credito bancario internazionale sia passata da \$160 miliardi nel 1980 a \$165 miliardi nel 1981. Lo scorso anno vi è stato inoltre un elevato livello di attività sui mercati delle obbligazioni estere e delle euroobbligazioni: al netto delle stime relative ai rimborsi e ai riacquisti di titoli, il nuovo finanziamento attraverso il mercato obbligazionario è ammontato a \$36,5 miliardi a fronte di \$28 miliardi nel 1980.

Nel settore bancario internazionale, dal lato delle fonti del mercato si è registrato un netto spostamento, tra il 1980 e il 1981, nella distribuzione geografica dell'offerta di nuovi fondi affluiti alle banche dichiaranti. La forte contrazione dell'avanzo aggregato di parte corrente dei paesi OPEC nel 1981 è stata accompagnata da una flessione da circa \$42 a soli \$3 miliardi nei nuovi depositi di questi paesi presso le banche, e nel secondo semestre dell'anno vi è stato addirittura un prelievo di fondi OPEC. Tuttavia, l'esaurimento di una delle più importanti fonti di finanziamento del settore bancario internazionale è stato facilmente compensato — senza un generale inasprimento delle condizioni di mercato — da una maggiore offerta proveniente da altri paesi. In particolare, l'afflusso di nuovi fondi dai maggiori paesi industriali ha segnato un'ulteriore forte accelerazione, da circa \$100 a 135 miliardi (al netto delle duplicazioni contabili), soprattutto per effetto della più rapida espansione delle attività verso l'estero del settore bancario e non bancario negli Stati Uniti. Dal lato degli impieghi del mercato, la distribuzione geografica del credito non si è molto differenziata da quella del 1980. Si è registrato un moderato incremento nel totale dei nuovi fondi impiegati dalle banche all'interno della stessa area dichiarante (essenzialmente nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Svizzera, Austria, Danimarca e Irlanda), ma il nuovo credito erogato ai paesi esterni all'area è rimasto pressoché invariato rispetto al 1980. I nuovi crediti concessi ai paesi in via di sviluppo non appartenenti all'OPEC e ai paesi sviluppati esterni all'area dichiarante sono stati leggermente superiori a quelli del 1980, mentre è notevolmente rallentato il nuovo credito ai paesi dell'Europa orientale, in parte in conseguenza della situazione polacca. Considerando i due lati del mercato congiuntamente, in seguito al fatto che l'area dichiarante è subentrata ai paesi OPEC nel ruolo di principale fornitore netto di nuovi fondi, l'elemento di maggior rilievo nel 1981 è stato il ritorno alla situazione esistente prima dei rincari del petrolio del 1979-80, e cioè un ampio flusso netto di nuovi fondi dai maggiori paesi industriali al resto del mondo per il tramite del settore bancario internazionale.

Dalla fine del 1981 sono emerse indicazioni di un possibile mutamento di situazione sul mercato bancario, in particolare per quanto concerne il nuovo credito ai paesi esterni all'area dichiarante. Mentre lo scorso anno i paesi dell'Europa orientale erano stati il solo gruppo, nell'ambito dei paesi non-OPEC esterni all'area, verso il quale il nuovo credito bancario era rallentato, il costante ed elevato disavanzo con l'estero dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, insieme alle nuove perturbazioni politiche, può rendere ora le banche generalmente più riluttanti a mutuare fondi a paesi con posizione esterna vulnerabile. E' tuttavia prematuro stabilire se questa nuova valutazione dell'affidabilità di credito di alcuni paesi possa determinare un significativo rallentamento nella crescita complessiva dell'attività creditizia internazionale delle banche.

### **Gli aggregati dell'attività creditizia internazionale nel 1981**

Una caratteristica saliente dell'attività bancaria internazionale nel 1981 è stata la sua rapida espansione. Espresse in dollari correnti le posizioni creditorie verso l'estero delle banche operanti nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Svizzera, Austria, Danimarca e Irlanda, nonché delle filiali di banche statunitensi nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente si sono accresciute da \$1.322 a 1.542 miliardi. In termini nominali questo incremento di ben oltre il 16% è stato un po' inferiore ai tassi registrati negli anni precedenti. Tuttavia, i dati nominali offrono un quadro sotto certi aspetti fuorviante. Per l'effetto combinato della recessione mondiale e della solidità del dollaro, lo scorso anno si è avuta una netta inversione di tendenza nei prezzi in dollari delle merci a mercato mondiale. Ad esempio, mentre dal quarto trimestre del 1979 al quarto trimestre del 1980 l'indice del valore unitario delle esportazioni mondiali, espresso in dollari, era salito del 13%, nel corso del 1981 esso è calato di circa il 3%. Sebbene questo indice globale non dia conto pienamente delle differenze esistenti tra le situazioni dei singoli gruppi di paesi, non vi è praticamente dubbio che in termini reali l'espansione degli aggregati bancari internazionali si è notevolmente accelerata nel 1981, segnando uno dei valori massimi finora registrati. Oppure, se si considera la situazione dal punto di vista dei paesi mutuatari, mentre il loro nuovo indebitamento netto presso le banche negli anni precedenti era stato in ampia misura compensato dall'ammortamento di parte dei loro debiti in essere attraverso l'inflazione, nel 1981 non vi è stato un tale sgravio di debito.

Inoltre, come già nel 1980, l'espansione degli aggregati espressi in dollari sottostima notevolmente il dinamismo di fondo del mercato, poiché l'apprezzamento del dollaro ha ridotto il valore di cambio delle attività denominate in monete quali il marco, il franco svizzero e lo yen. Eliminando questi effetti di cambio, nel 1981 l'incremento delle attività sull'estero delle banche dichiaranti risulta di \$268 miliardi a fronte di un'espansione di \$242 miliardi nel 1980. Poiché l'esclusione degli effetti di cambio fornisce un quadro più realistico dell'entità e della struttura dei nuovi flussi bancari internazionali, tutti i dati di flusso riportati nel seguito del capitolo e nelle tabelle, se non altrimenti specificato, sono depurati degli effetti di cambio. I dati di consistenza non rettificati sono riportati in calce al capitolo.

Come di consueto, i dati relativi alle attività e passività esterne delle banche nel 1981 sono sensibilmente gonfiati per effetto delle duplicazioni contabili derivanti

dal rideposito di fondi fra le stesse banche dichiaranti. Eliminando questo fattore, si stima che il volume complessivo dei fondi intermediati dal settore bancario internazionale sia aumentato lo scorso anno all'incirca di \$165 miliardi, o del 21,5%, raggiungendo un totale di \$940 miliardi circa.

**Mercato internazionale del credito (stima):  
variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche  
ed emissioni obbligazionarie internazionali**

Mutuanti	Flussi depurati degli effetti di cambio <sup>1</sup>				Consistenze a fine 1981
	1978	1979	1980	1981	
	miliardi di dollari USA				
Banche nei paesi europei dichiaranti <sup>2</sup> . . . . .	111,9	150,9	158,7	136,0	992,3
di cui in valuta estera (euromercato) . . . . .	97,3	130,3	131,0	114,5	840,0
Banche in Canada e in Giappone . . . . .	14,8	16,5	28,5	23,5	122,5
Banche negli Stati Uniti ("IBF" incluse) . . . . .	38,0	17,1	40,7	76,5	255,4
Filiali di banche USA nei centri offshore <sup>3</sup> . . . . .	15,0	21,0	13,7	31,6	171,8
<b>Totale . . . . .</b>	<b>179,7</b>	<b>205,5</b>	<b>241,6</b>	<b>267,6</b>	<b>1.542,0</b>
meno: duplicazioni contabili derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante . . . . .	89,7	80,5	81,6	102,6	602,0
<b>A = Incremento netto del credito bancario internazionale<sup>4</sup> . . . . .</b>	<b>90,0</b>	<b>125,0</b>	<b>160,0</b>	<b>165,0</b>	<b>940,0</b>
Emissioni di euroobbligazioni e di obbligazioni estere .	37,5	37,3	38,0	47,8	.
meno: rimborsi e riacquisti <sup>5</sup> . . . . .	8,5	9,3	10,0	11,3	.
<b>B = Incremento netto del finanziamento internazionale mediante obbligazioni . . . . .</b>	<b>29,0</b>	<b>28,0</b>	<b>28,0</b>	<b>36,5</b>	.
<b>A + B = Incremento del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni . . . . .</b>	<b>119,0</b>	<b>153,0</b>	<b>188,0</b>	<b>201,5</b>	.
meno: duplicazioni contabili <sup>6</sup> . . . . .	6,0	8,0	8,0	6,5	.
<b>Incremento netto del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni . . . . .</b>	<b>113,0</b>	<b>145,0</b>	<b>180,0</b>	<b>195,0</b>	.
<i>Per memoria:</i>					
banche non dichiaranti nei centri offshore <sup>7</sup> . . . . .	30,0	28,0	40,0	61,0	236,0

<sup>1</sup> I crediti bancari in monete diverse dal dollaro sono convertiti a tassi di cambio costanti di fine trimestre, le obbligazioni non denominate in dollari a tassi di cambio di fine mese. <sup>2</sup> Austria, Belgio-Lussemburgo, Danimarca, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera. <sup>3</sup> Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. <sup>4</sup> Oltre ai crediti diretti concessi ad utilizzatori finali, queste stime comprendono alcune posizioni interbancarie: anzitutto, crediti verso banche esterne all'area dichiarante, cioè esterne ai centri finanziari e offshore, ipotizzandosi che queste banche "periferiche" nella maggior parte dei casi non mutuino fondi dalle banche dei centri finanziari al semplice fine di ridepositarli presso altre banche di questi centri; in secondo luogo, crediti verso banche entro l'area dichiarante, nella misura in cui queste convertono i fondi in moneta nazionale e/o li utilizzano per la concessione di crediti diretti in valuta a soggetti residenti non bancari; in terzo luogo, gran parte dei crediti in valuta verso le banche del paese di emissione della moneta di cui trattasi, per esempio crediti in dollari di banche a Londra verso banche negli Stati Uniti; anche in questo caso si ipotizza che le banche mutuatrici raccolgano i fondi soprattutto per fini interni e non li riprestino ad altre banche dell'area dichiarante; viene fatta tuttavia una deduzione per i saldi operativi e voci analoghe. Mentre non può escludersi in queste stime il persistere in certa misura di duplicazioni contabili, occorre notare d'altra parte che le statistiche presentano lacune e che le cifre di cui si dispone attualmente non coprono il totale del credito bancario internazionale. <sup>5</sup> Queste cifre sono basate su stime molto approssimative e vengono qui inserite soprattutto a titolo indicativo. Ma, per quanto il margine di errore sia elevato in rapporto all'entità delle cifre, è improbabile che ciò alteri in modo significativo il totale netto del nuovo finanziamento internazionale. <sup>6</sup> Obbligazioni acquisite dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come crediti verso non residenti; obbligazioni emesse dalle banche dichiaranti soprattutto al fine di contribuire al finanziamento della propria attività di credito internazionale. <sup>7</sup> Stime - a tassi di cambio correnti - per le banche non dichiaranti nei centri offshore di cui alla nota 3 e per tutte le banche situate nel Bahrain e nelle Antille Olandesi.

L'attività è stata altresì sostenuta sul mercato obbligazionario internazionale. Le nuove emissioni lorde nei settori delle obbligazioni estere e delle euroobbligazioni sono ammontate a \$47,8 miliardi, con un aumento di quasi \$10 miliardi rispetto al 1980. Tenendo conto del rimborso di precedenti emissioni e delle sovrapposizioni contabili con il settore bancario internazionale, questa fonte ha contribuito con un importo stimato in \$30 miliardi ai nuovi fondi intermediati lo scorso anno dai mercati finanziari internazionali. Pertanto, l'espansione complessiva del credito internazionale, al netto delle duplicazioni contabili, può essere valutata intorno a \$195 miliardi, con un aumento di \$15 miliardi rispetto al 1980.

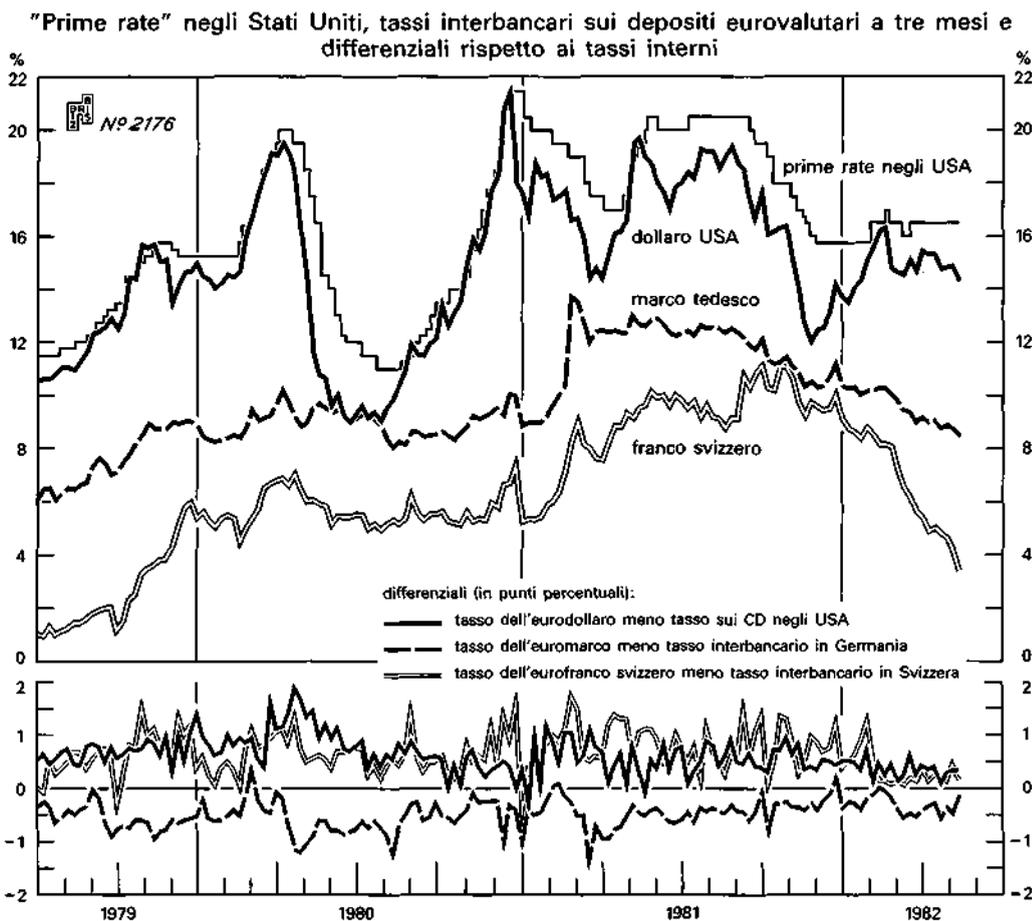
Nel settore bancario, le banche negli Stati Uniti (comprese le affiliate statunitensi di banche estere) hanno registrato una crescita particolarmente pronunciata delle loro operazioni internazionali. Le attività sull'estero di queste banche hanno segnato un aumento di ben il 43%; a tale incremento ha peraltro significativamente contribuito l'entrata in funzione negli Stati Uniti delle nuove «international banking facilities» (IBF) nell'ultimo mese dell'anno. Ma anche le attività delle filiali di banche statunitensi nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente si sono accresciute considerevolmente, cioè del 23%. Inoltre, le operazioni dei centri *offshore* non direttamente compresi nelle statistiche della BRI pare abbiano avuto un'espansione molto sostenuta di quasi il 35%. Infine, una crescita notevolmente forte è stata registrata dalle banche in Giappone, le cui attività sull'estero si sono accresciute del 32,5%. D'altra parte, le posizioni creditorie verso l'estero delle banche nei paesi europei dichiaranti hanno segnato un tasso di crescita più moderato (16%) e, proseguendo una tendenza già manifestatasi negli anni precedenti, la loro quota sul totale delle posizioni in essere ha subito una sostanziale contrazione.

### I fattori principali

Nel 1981 la situazione sui mercati bancari internazionali è stata caratterizzata da un'abbondante offerta di nuovi fondi e da una forte domanda di credito. In taluni casi, tuttavia, le banche si sono dimostrate più riluttanti che in passato nel concedere prestiti. Nel corso dell'anno, per un complesso di ragioni economiche e politiche, il flusso dei nuovi crediti all'Europa orientale si è pressoché esaurito, e in aggiunta le banche hanno assunto un atteggiamento più prudente nei confronti di alcuni paesi con un elevato livello di indebitamento con l'estero e con una debole posizione di bilancia dei pagamenti. Questi paesi hanno dovuto acconsentire a più ampie maggiorazioni sui tassi d'interesse, nonché fare ricorso all'indebitamento a breve termine. Data l'abbondante offerta di fondi, la riluttanza delle banche nei confronti di taluni paesi ha fatto sì che esse fossero spronate ad espandere la loro attività creditizia altrove, con il risultato che la maggior parte dei gruppi di mutuatari, sia privati che pubblici, è stata in grado di ottenere crediti con maggiorazioni di tasso molto ristrette.

Un secondo fattore che ha contribuito al protrarsi della pressione sulle maggiorazioni di tasso applicate sui crediti ai mutuatari di prim'ordine è stato l'altissimo livello, di origine esterna al mercato, dei tassi d'interesse nominali e reali che ha rispecchiato ampiamente gli sviluppi sui mercati nazionali, ed in particolare la situazione monetaria negli Stati Uniti. Di conseguenza, gli elevatissimi tassi d'interesse sui fondi in dollari — moneta di denominazione della maggior parte delle

operazioni bancarie internazionali – hanno avuto la tendenza ad accelerare l'offerta effettiva di nuovi fondi al mercato, agendo al tempo stesso da fattore parzialmente frenante sull'espansione della domanda effettiva, e quindi spostando l'equilibrio delle forze di mercato ulteriormente a favore dei mutuatari di prim'ordine.



L'evoluzione dei tassi d'interesse contribuisce a spiegare un altro aspetto saliente della scena finanziaria internazionale nel 1981, e cioè la crescente osmosi tra i mercati bancari nazionali e quelli internazionali. Tanto l'alto livello quanto la variabilità dei tassi d'interesse hanno avuto la tendenza ad accrescere il vantaggio competitivo di cui fruisce il mercato internazionale in virtù dell'assenza di vincoli normativi e istituzionali. Pertanto, le banche sono state sovente in grado di offrire condizioni più favorevoli ai loro maggiori clienti di prim'ordine, effettuando le operazioni per il tramite delle loro affiliate estere anziché attraverso le sedi nazionali. Questa tendenza è stata favorita da sviluppi di tipo istituzionale, quali l'offerta di crediti da parte delle banche negli Stati Uniti alle maggiori società americane con opzione fra il *prime rate* e tassi riferiti al LIBOR. La conseguente diversione delle operazioni bancarie verso il mercato internazionale può avere in parte gonfiato gli aggregati bancari internazionali, senza dar luogo a veri e propri flussi di capitali internazionali e senza influire direttamente sulle condizioni nei mercati nazionali ed internazionali.

Lo scorso anno, per quanto riguarda molti paesi, la situazione sul mercato del credito bancario internazionale si è ulteriormente evoluta a favore dei mutuatari, nonostante alcuni importanti cambiamenti che non hanno favorito l'offerta di fondi sul mercato. In primo luogo, l'assottigliamento delle eccedenze di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio ha contribuito ad un nettissimo rallentamento nella loro offerta di nuovi fondi alle banche. In secondo luogo, avvenimenti politici, nonché altri fattori di rischio, e forse anche l'aspettativa che i tassi d'interesse negli Stati Uniti fossero ormai prossimi al punto di svolta superiore, paiono aver incoraggiato spostamenti di fondi non statunitensi dal settore bancario internazionale ai mercati dei titoli USA. Per la prima volta da quando vengono rilevati questi dati statistici, nel 1981 i depositi ufficiali presso le banche sull'euromercato in senso stretto hanno registrato una rilevante contrazione, pari a \$13 miliardi, mentre le passività statunitensi verso detentori ufficiali al di fuori dell'Europa occidentale sono contemporaneamente aumentate di oltre \$20 miliardi.

Tuttavia, la riduzione dell'offerta di nuovi fondi provenienti da queste fonti è stata controbilanciata da massicce esportazioni di capitali da parte delle banche negli Stati Uniti e da ingenti flussi di fondi non bancari statunitensi verso il mercato internazionale. Escludendo le duplicazioni contabili derivanti dal rideposito di fondi tra le banche dichiaranti, si stima che nel 1981 queste due sole fonti abbiano fornito al resto del mondo circa \$80 miliardi di nuovi mezzi finanziari.

Un altro importante fattore che lo scorso anno ha influito sull'offerta di fondi bancari è stato l'andamento sui mercati dei cambi, specialmente l'apprezzamento del dollaro e, in generale, l'instabilità dei tassi di cambio. La solidità del dollaro insieme agli elevatissimi tassi d'interesse su questa moneta ha fortemente accresciuto l'attrattiva dei depositi in eurodollari, per lo più a scapito dei depositi denominati in altre eurovalute. Tuttavia, non vi è stata un'effettiva contrazione nel totale dei depositi in eurovalute diverse dal dollaro.

I movimenti dei tassi di cambio hanno influito anche sul contributo dei singoli sistemi bancari nazionali all'espansione complessiva del mercato. Nei paesi europei dichiaranti l'andamento al rialzo del dollaro ha accresciuto il valore, in termini di moneta nazionale, delle loro posizioni internazionali in dollari. La conseguente compressione della quota dei mezzi propri, nonché le iniziative volte ad estendere le procedure di vigilanza alle posizioni bancarie consolidate a livello internazionale hanno esercitato un effetto frenante sull'espansione delle operazioni internazionali delle banche di alcuni paesi europei. Ciò vale in particolare per le banche tedesche, il cui margine di manovra in campo internazionale è stato talora condizionato anche da problemi a livello nazionale.

Per contro, un'espansione costantemente rapida delle operazioni internazionali è stata registrata dalle banche negli Stati Uniti, che hanno agevolmente mantenuto la loro quota dominante e la loro posizione-guida sul mercato internazionale. La solidità del dollaro ha probabilmente agito a loro favore e il peggioramento della situazione finanziaria nei paesi mutuatari dell'Europa orientale si è ripercosso su di esse meno che su molte banche europee. Lo scorso anno il gruppo più dinamico di operatori sul mercato internazionale è rappresentato dalle banche giapponesi. In presenza di una debole domanda interna di credito, e incoraggiate da un allentamento delle restrizioni ufficiali poste alla concessione di crediti all'estero, queste banche si sono attivamente impegnate ad espandere la loro quota delle operazioni bancarie internazionali. Nel 1981 anche le banche dei paesi esportatori di

petrolio del Medio Oriente hanno fatto sentire in misura crescente la loro influenza sui mercati internazionali. Sostenute da una forte posizione finanziaria, esse hanno sensibilmente accresciuto la loro quota sul mercato dei prestiti consorziali.

Dal lato degli impieghi del mercato bancario internazionale, lo scorso anno la situazione è stata caratterizzata sia dal perdurare di elevate, o addirittura crescenti, esigenze di finanziamento, sia da crescenti vincoli nel ricorso al credito, come ad esempio il livello eccezionalmente alto, dovuto a fattori per lo più esterni al mercato, dei tassi d'interesse reali e, nel caso di taluni mutuatari, la maggiore riluttanza delle banche ad accrescere la propria esposizione. L'ampia contrazione delle eccedenze dei paesi OPEC non si è tradotta in una corrispondente flessione del fabbisogno di finanziamento internazionale. La sua principale contropartita è stata costituita dal miglioramento dei saldi di parte corrente di alcuni importanti paesi industriali; il ricorso al credito bancario internazionale da parte di soggetti residenti di questi paesi non è stato peraltro influenzato significativamente dalla migliore situazione delle bilance dei pagamenti rispettive. Per altri gruppi di paesi l'influsso positivo che la riduzione delle eccedenze OPEC avrebbe altrimenti potuto esercitare sui loro conti con l'estero è stato più che bilanciato da fattori avversi nel mondo industrializzato. Il ristagno economico nei principali paesi industriali ha avuto un effetto fortemente depressivo sulla domanda di esportazioni di altri paesi e sui prezzi delle materie prime. In aggiunta, il livello insolitamente alto dei tassi d'interesse sul dollaro ha considerevolmente accresciuto l'onere per il servizio del debito dei paesi mutuatari. Questo fattore solo, specie per quanto riguarda i paesi in via di sviluppo non appartenenti all'OPEC, che per lo più sono solo modesti importatori di petrolio, in diversi casi ha sopravanzato i vantaggi ottenuti attraverso i risparmi nel consumo di petrolio. Infine, l'apprezzamento del dollaro ha avuto la tendenza ad aumentare il costo reale delle importazioni di greggio, nonostante le più agevoli condizioni sul mercato del petrolio. Anche se un certo numero di paesi mutuatari ha reagito a questo stato di cose rallentando l'attività economica interna, il disavanzo complessivo delle partite correnti dei paesi in via di sviluppo non petroliferi ha continuato ad espandersi.

Mentre questi sviluppi hanno sostenuto la domanda di credito bancario internazionale dei paesi in via di sviluppo, essi non hanno favorito l'affidabilità di credito di alcuni mutuatari. I paesi con un indebitamento sull'estero relativamente modesto sono stati pur sempre in grado di ottenere finanziamenti a condizioni relativamente favorevoli, mentre alcuni importanti mutuatari con un ingente volume di debiti in essere hanno dovuto acconsentire a maggiorazioni di tasso più ampie. Per giunta, poiché la maggior parte dei debiti esteri di questi paesi è denominata in dollari, il forte aumento nel valore di cambio di questa moneta ha contribuito ad accrescere il loro onere finanziario, anche in assenza di nuovo indebitamento netto.

La posizione finanziaria internazionale dei paesi dell'Europa orientale ha risentito in ampia misura degli stessi influssi negativi che hanno agito sui paesi in via di sviluppo non petroliferi. Ma, in aggiunta, l'affidabilità di credito di questi paesi ha subito il contraccolpo degli sviluppi in Polonia, del deteriorato clima politico fra Est e Ovest e, in taluni casi, di problemi economici interni. Nonostante le crescenti esigenze di finanziamento esterno, questi paesi hanno visto notevolmente ridursi le loro possibilità di accesso al credito bancario internazionale, e la propensione delle banche a soddisfare le loro esigenze di finanziamento si è essenzialmente limitata a crediti con possibilità di riassicurazione e con garanzia dello Stato.

Nell'ambito dei paesi industriali, la domanda di credito bancario internazionale si è mantenuta ad alti livelli, in ampia misura di riflesso al perdurare di un ingente fabbisogno di finanziamento della bilancia dei pagamenti e del settore pubblico. Vi è stato altresì un consistente volume di indebitamento da parte del settore privato, sotto l'impulso del vantaggio, in termini di costi relativi, del credito bancario internazionale. Inoltre, le ripercussioni della recessione sui profitti e sui bilanci delle imprese hanno contribuito a mantenere elevate le esigenze di finanziamento, nonostante gli alti tassi d'interesse e il clima sfavorevole agli investimenti.

Considerando le prospettive di crescita del mercato bancario internazionale nell'immediato futuro, è probabile che, nonostante la forte diminuzione delle eccedenze dei paesi OPEC, la domanda potenziale di nuovi crediti sia sostenuta da perduranti disavanzi esterni in molte parti del mondo. Inoltre, alcuni paesi, la cui posizione di bilancia dei pagamenti è migliorata, potrebbero indebitarsi presso le banche — così come accadde dopo che si esaurirono gli effetti del rincaro del petrolio del 1973 — nell'intento di rafforzare le loro posizioni di riserva. Analogamente, dal lato delle fonti del mercato, è alquanto probabile che permanga l'abbondante offerta di nuovi fondi finora a disposizione delle banche, poiché l'esaurirsi degli afflussi di capitali dai paesi OPEC è stato controbilanciato dall'assai più ampia disponibilità di fondi provenienti dall'interno dell'area dichiarante, in maniera analoga a quanto avvenne dal 1975 in poi.

Potrebbe invece cambiare la valutazione da parte delle banche del rischio insito nella loro attività creditizia internazionale. Già nel 1981 le banche hanno mostrato maggiore cautela nell'accrescere la loro esposizione verso i paesi dell'Europa orientale e verso alcuni altri paesi pesantemente indebitati. Di recente, si sono avute indicazioni che le tensioni politiche potrebbero indurre le banche, per comprensibili ragioni, ad allargare la base di applicazione di questi criteri prudenziali. Uno dei modi in cui tale tendenza si è manifestata è l'ampliamento dello scarto tra le maggiorazioni di tasso minime e massime applicate ai nuovi crediti, insieme ad un aumento del numero di paesi ai quali vengono richieste maggiorazioni più ampie. Non è ancora chiaro se questa nuova valutazione del rischio determinerà una decelerazione nella crescita complessiva del credito bancario internazionale, dato che in una situazione in cui l'offerta di nuovi fondi ha continuato ad essere abbondante, un rallentamento dell'attività creditizia nei confronti di una parte dei paesi potrebbe indurre le banche a cercare di ampliare i loro sbocchi altrove.

Nel trascorso decennio le banche hanno gradualmente assunto il ruolo di protagonista nel finanziamento internazionale. Ciò implica che l'osservanza di sane pratiche bancarie nella loro attività creditizia internazionale è importante sia di per sé, per ragioni di ordine prudenziale, sia per l'economia mondiale. Nella situazione attuale può essere senz'altro giustificata una maggiore cautela nel fornire mezzi finanziari addizionali a un certo numero di paesi verso i quali l'esposizione delle banche è molto elevata ed in cui vi è la necessità di attuare programmi di aggiustamento interno. Al tempo stesso, il fatto che le banche valutino accuratamente quanto siano giustificate le esigenze di finanziamento esterno di diversi paesi è perfettamente coerente con il rispetto di sani criteri di gestione bancaria. Inoltre, vi sono rischi nell'espore i paesi ad un processo di aggiustamento troppo rapido, così come esistono pericoli — e l'esperienza passata lo ha dimo-

strato - nel differire l'aggiustamento attraverso un'erogazione troppo condiscendente di credito. Un sano sistema bancario internazionale che cerchi di evitare entrambi questi rischi è di grande importanza per un ordinato funzionamento del processo di aggiustamento internazionale.

### Fonti e impieghi dei fondi bancari internazionali

Nel 1981 si è assistito ad un netto spostamento nella distribuzione geografica dei flussi bancari internazionali. Essendosi praticamente esauriti i nuovi depositi dei paesi OPEC, l'offerta di nuovi fondi alle banche dichiaranti da parte dei paesi esterni all'area è nettamente diminuita, da circa \$58 miliardi nel 1980 a \$28 miliardi, mentre in pari tempo l'offerta di nuovi fondi provenienti dall'interno dell'area dichiarante (escludendo le duplicazioni contabili) è aumentata da \$102 a 137 miliardi circa. Per contro, dal lato degli impieghi del mercato, la distribuzione geografica complessiva non si è molto discostata da quella del 1980. Vi è stato un moderato incremento, da circa \$87 a 93 miliardi, dei nuovi fondi impiegati all'interno della stessa area dichiarante, mentre il nuovo credito all'area esterna, pari a circa \$72 miliardi, si è mantenuto allo stesso livello del 1980. Di conseguenza, considerando i due lati del mercato congiuntamente, il volume netto dei nuovi fondi affluiti dall'area dichiarante ai restanti paesi per il tramite del settore bancario internazionale ha registrato un aumento eccezionale tra il 1980 e il 1981, passando da \$15 a 44 miliardi.

All'esterno dell'area dichiarante, i paesi in via di sviluppo non petroliferi hanno continuato ad essere i principali prenditori lordi e netti di fondi bancari internazionali. Le posizioni creditorie identificate delle banche dichiaranti verso questi paesi sono salite lo scorso anno a \$230 miliardi, con un incremento di \$41,6 miliardi. Questo importo supera di circa \$2,5 miliardi l'espansione registrata nel 1980; se si tiene conto delle lacune nel campo di rilevazione statistica (come i crediti intermediati dalle banche non dichiaranti situate nei centri *offshore*) tale flusso di credito potrebbe avere facilmente superato i \$45 miliardi. Come di consueto, i paesi dell'America Latina sono stati i maggiori mutuatari di fondi, avendo ottenuto \$32,6 miliardi, cioè più dei tre quarti del totale dei nuovi crediti indentificati. Un aspetto che desta una certa sorpresa è stato l'incremento dei nuovi depositi dei paesi in via di sviluppo, da \$4,1 a 10,4 miliardi, superiore persino a quello del loro nuovo indebitamento. Di conseguenza, su base netta, questi paesi hanno ridotto il loro ricorso netto ai fondi bancari internazionali da \$35,1 miliardi nel 1980 a \$31,2 miliardi. L'accrescimento di depositi è avvenuto per la maggior parte nel quarto trimestre del 1981, allorché la temporanea flessione dei tassi d'interesse statunitensi e la debolezza del dollaro paiono avere incoraggiato un'anticipazione del ricorso al credito.

Le cifre relative ai singoli paesi non sono disponibili su base depurata degli effetti di cambio e, in termini di dati notificati dalle banche, il loro campo di rilevazione è un po' più ristretto rispetto a quello dei dati relativi ai totali dell'area; per entrambe queste ragioni esse tendono a sottostimare in parte l'entità dei movimenti intervenuti lo scorso anno. Nondimeno, si può notare che nell'ambito dei paesi in via di sviluppo i maggiori prenditori singoli di fondi sono stati il Messico (\$14,2 miliardi), il Brasile (\$6,5 miliardi) e l'Argentina (\$4 miliardi).

**Distribuzione geografica dei flussi bancari internazionali<sup>1</sup>**

	Flussi (a tassi di cambio costanti di fine trimestre)						Consistenze a fine 1981
	1978	1979	1980		1981		
			I semestre	II semestre	I semestre	II semestre	
miliardi di dollari USA							
<b>Posizioni creditorie delle banche verso:</b>							
Gruppo dei Dieci e Svizzera, Austria, Danimarca e Irlanda . . . . .	102,6	112,6	56,0	80,2	41,5	101,6	819,9
<i>di cui: Area europea dichiarante . . . . .</i>	75,2	69,7	37,3	67,1	16,6	54,4	568,3
Stati Uniti . . . . .	12,8	28,5	5,0	2,8	10,3	35,7	133,6
Canada . . . . .	5,7	3,1	2,7	1,8	8,9	4,4	36,8
Giappone . . . . .	8,9	11,3	11,0	8,5	5,7	7,1	81,2
Centri bancari offshore <sup>2</sup> . . . . .	23,6	32,2	13,6	19,3	24,4	25,9	237,5
Altri paesi sviluppati . . . . .	5,7	7,5	7,4	8,1	8,5	8,4	98,9
Europa orientale . . . . .	5,6	7,1	2,0	5,0	2,9	1,9	60,8
Paesi OPEC <sup>3</sup> . . . . .	16,4	7,2	- 0,9	8,0	- 1,0	5,3	72,0
Altri paesi in via di sviluppo . . . . .	21,8	35,3	14,4	24,8	13,7	27,9	230,1
<i>di cui: America Latina<sup>4</sup> . . . . .</i>	12,9	22,9	10,5	17,9	12,0	20,6	158,5
Partite non classificate <sup>5</sup> . . . . .	4,0	3,6	1,8	1,9	4,9	1,7	22,8
<b>Totale . . . . .</b>	<b>179,7</b>	<b>205,5</b>	<b>94,3</b>	<b>147,3</b>	<b>94,9</b>	<b>172,7</b>	<b>1.542,0</b>
<i>di cui: all'interno dell'area, al lordo . . . . .</i>	<i>124,7</i>	<i>143,5</i>	<i>69,3</i>	<i>99,3</i>	<i>67,9</i>	<i>127,7</i>	<i>1.050,0</i>
<i>all'interno dell'area, al netto delle duplicazioni contabili<sup>6</sup> . . . . .</i>	<i>35,0</i>	<i>63,0</i>	<i>55,0</i>	<i>32,0</i>	<i>38,0</i>	<i>55,0</i>	<i>448,0</i>
<i>all'esterno dell'area<sup>7</sup> . . . . .</i>	<i>55,0</i>	<i>62,0</i>	<i>25,0</i>	<i>48,0</i>	<i>27,0</i>	<i>45,0</i>	<i>492,0</i>
<b>Totale del credito bancario internazionale netto . . . . .</b>	<b>90,0</b>	<b>125,0</b>	<b>80,0</b>	<b>80,0</b>	<b>65,0</b>	<b>100,0</b>	<b>940,0</b>
<b>Passività delle banche verso:</b>							
Gruppo dei Dieci e Svizzera, Austria, Danimarca e Irlanda . . . . .	110,7	144,5	62,3	94,0	52,8	102,8	948,4
<i>di cui: Area europea dichiarante . . . . .</i>	<i>76,3</i>	<i>116,4</i>	<i>35,7</i>	<i>67,3</i>	<i>21,6</i>	<i>52,5</i>	<i>658,6</i>
Stati Uniti . . . . .	27,0	21,7	20,3	16,4	26,7	42,6	228,1
Canada . . . . .	3,0	2,0	3,1	2,5	2,1	2,5	27,4
Giappone . . . . .	4,4	4,4	3,2	7,8	2,4	5,2	34,3
Centri bancari offshore <sup>2</sup> . . . . .	24,8	42,0	6,7	20,5	16,6	38,7	219,5
Altri paesi sviluppati . . . . .	8,3	7,4	0,6	5,3	- 0,7	4,1	51,1
Europa orientale . . . . .	1,6	4,6	- 2,9	3,7	- 5,1	5,2	14,8
Paesi OPEC <sup>3</sup> . . . . .	2,9	37,0	24,2	17,4	6,7	- 3,5	156,8
Altri paesi in via di sviluppo . . . . .	14,0	12,4	1,6	2,5	0,3	10,1	98,3
<i>di cui: America Latina<sup>4</sup> . . . . .</i>	<i>7,2</i>	<i>4,7</i>	<i>- 2,3</i>	<i>2,6</i>	<i>1,7</i>	<i>4,8</i>	<i>39,8</i>
Partite non classificate <sup>5</sup> . . . . .	0,5	4,0	8,2	- 1,5	6,2	4,4	34,1
<b>Totale . . . . .</b>	<b>162,8</b>	<b>251,9</b>	<b>100,7</b>	<b>141,9</b>	<b>76,8</b>	<b>161,8</b>	<b>1.523,0</b>
<i>di cui: all'interno dell'area, al lordo . . . . .</i>	<i>131,8</i>	<i>183,9</i>	<i>72,7</i>	<i>111,9</i>	<i>70,8</i>	<i>139,8</i>	<i>1.158,0</i>
<i>all'interno dell'area, al netto delle duplicazioni contabili<sup>6</sup> . . . . .</i>	<i>59,0</i>	<i>57,0</i>	<i>52,0</i>	<i>50,0</i>	<i>59,0</i>	<i>78,0</i>	<i>575,0</i>
<i>all'esterno dell'area<sup>7</sup> . . . . .</i>	<i>31,0</i>	<i>68,0</i>	<i>28,0</i>	<i>30,0</i>	<i>6,0</i>	<i>22,0</i>	<i>365,0</i>
<b>Totale del credito bancario internazionale netto . . . . .</b>	<b>90,0</b>	<b>125,0</b>	<b>80,0</b>	<b>80,0</b>	<b>65,0</b>	<b>100,0</b>	<b>940,0</b>

Nota: le cifre di questa tabella sono in parte basate su stime. Dal 1979 i dati relativi alle banche negli Stati Uniti escludono tutte le poste riguardanti attività in custodia, ad eccezione dei certificati di deposito negoziabili di banche USA detenuti per conto di non residenti; in precedenza erano esclusi solo i buoni e i certificati del Tesoro detenuti da non residenti. I flussi relativi al secondo semestre 1981, nonché i dati di consistenza di fine 1981 comprendono le posizioni verso l'estero delle "international banking facilities".

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

Peraltro, il Messico ha anche accresciuto di \$2,7 miliardi i propri depositi presso le banche dichiaranti. La maggior parte dell'indebitamento del Brasile si è concentrato nell'ultimo trimestre del 1981 e, contrariamente agli anni precedenti, ad esso non si è accompagnato un corrispondente prelievo sui depositi presso le banche dichiaranti. Al di fuori dell'America Latina, il principale mutuatario è stata la Corea del Sud che ha attinto nuovo credito per \$3 miliardi. La Cina, per contro, non solo ha ridotto i propri debiti bancari lordi, ma ha altresì accresciuto di \$2,2 miliardi i propri depositi, aumentando in tal modo la propria posizione creditoria netta nei confronti delle banche dichiaranti da \$0,3 a 3 miliardi. Anche Taiwan, i cui depositi sono saliti di \$1,2 miliardi, è diventato un fornitore netto di fondi bancari nel corso del 1981.

I paesi dell'Europa orientale, in parte a causa delle sfavorevoli ripercussioni della situazione polacca, hanno ricevuto nuovi crediti solo per \$4,8 miliardi nel 1981, rispetto a \$7 miliardi nel 1980, e la maggior parte del nuovo indebitamento dello scorso anno va ascritta all'Unione Sovietica e alla Repubblica democratica tedesca. I nuovi depositi dei paesi dell'Est europeo sono scesi ad un livello trascurabile. L'Unione Sovietica ha attinto pesantemente ai propri depositi presso le banche dichiaranti nel primo semestre dell'anno, ma successivamente, grazie a consistenti vendite di oro, è riuscita a ricostituire in ampia misura le sue disponibilità.

I paesi sviluppati esterni all'area dichiarante, analogamente a quelli in via di sviluppo, hanno registrato lo scorso anno un ampliamento del disavanzo complessivo di parte corrente ed hanno mutuato \$16,9 miliardi di nuovi fondi, cioè \$1,4 miliardi in più rispetto al 1980. Poiché i nuovi depositi effettuati da questi paesi si sono contemporaneamente ridotti di \$2,5 miliardi, scendendo a \$3,4 miliardi, si è notevolmente accresciuto il loro ricorso totale netto ai fondi bancari internazionali, da \$9,6 a 13,5 miliardi. Lo scorso anno i maggiori mutuatari singoli nell'ambito di questo gruppo sono stati Spagna, Sud Africa, Australia, Portogallo e Grecia.

Nel 1981 i paesi membri dell'OPEC da fornitori netti sono divenuti utilizzatori netti di fondi bancari internazionali. Dopo una forte contrazione nel corso del 1980, i nuovi depositi dei paesi OPEC ammontavano ancora a \$5 miliardi nel primo trimestre del 1981, prima di scendere a \$1,7 miliardi nel secondo trimestre; seguivano poi prelievi per \$0,9 e 2,6 miliardi rispettivamente nel terzo e nel quarto trimestre. Il ricorso all'indebitamento dei paesi OPEC ha avuto un andamento opposto: mentre nel primo trimestre questi paesi hanno ridotto di \$2,4 miliardi i loro debiti lordi verso le banche dichiaranti, nel quarto trimestre li hanno accresciuti di \$2,9 miliardi. Di conseguenza, i paesi OPEC, dopo essere stati fornitori netti di nuovi fondi al settore bancario internazionale per un importo di \$7,7 miliardi nel primo semestre dell'anno, sono divenuti prenditori netti di fondi nella misura di \$8,8 miliardi nel secondo semestre.

Nel Medio Oriente i paesi OPEC a bassa capacità d'importazione hanno accresciuto di quasi \$20 miliardi, secondo stime, i propri depositi presso le banche al di fuori degli Stati Uniti, cioè in misura corrispondente solo al 25% circa del loro avanzo complessivo di parte corrente. Per contro, i paesi ad elevata capacità d'importazione pare abbiano soddisfatto la maggior parte del loro fabbisogno di finanziamento mediante prelievi sui propri depositi presso il settore bancario internazionale. Si stima che i loro saldi presso le banche al di fuori degli Stati Uniti

siano calati di \$11 miliardi, e anche i prelievi per \$2,4 miliardi sui depositi dei paesi OPEC mediorientali presso le banche negli Stati Uniti probabilmente sono stati effettuati da questi paesi. Nello stesso tempo, i paesi mediorientali ad elevata capacità d'importazione si sono pressoché astenuti dal mutuare nuovi fondi presso le banche dichiaranti. Al di fuori del Medio Oriente, al lordo degli effetti di cambio, la Nigeria ha ridotto i propri depositi presso le banche dichiaranti di \$3,7 miliardi ed ha ottenuto nuovi crediti per \$1,4 miliardi. Il Venezuela ha mutuato \$0,9 miliardi, ma ha accresciuto i propri depositi per \$2,8 miliardi, riducendo quindi notevolmente il proprio indebitamento netto nei confronti delle banche dichiaranti.

Va aggiunto che le cifre riportate nei due precedenti paragrafi non comprendono i nuovi fondi OPEC affluiti al settore bancario internazionale per il tramite dei conti fiduciari delle banche in Svizzera. Si può ritenere che gli afflussi di questo genere siano ammontati nel 1981 a \$2-3 miliardi.

All'interno dell'area dichiarante, il maggior contributo all'offerta di \$137 miliardi di nuovi fondi è stato di gran lunga quello fornito dagli Stati Uniti. Le attività sull'estero delle banche statunitensi sono aumentate di ben \$76,5 miliardi, anche se questo importo è gonfiato per effetto delle duplicazioni contabili. Ma anche su base netta (attività meno passività) le posizioni creditorie sull'estero di queste banche si sono accresciute di \$38,5 miliardi, cioè quasi del 100%. In aggiunta, il settore non bancario statunitense ha accresciuto i propri depositi presso le banche dichiaranti all'estero di \$31,2 miliardi, cioè del 56%. I depositi di residenti non bancari di altri paesi dichiaranti (escluso il Giappone) sono saliti di \$20 miliardi, e all'incirca \$15 miliardi di nuovi fondi non bancari sono affluiti al mercato attraverso i conti fiduciari in Svizzera. Le esportazioni di fondi bancari in altri paesi dichiaranti hanno fornito circa \$20 miliardi al mercato internazionale.

L'impiego di fondi bancari internazionali all'interno dell'area dichiarante, pari a circa \$93 miliardi nel 1981, ha continuato ad essere molto elevato. Si può stimare che i crediti diretti erogati ai settori non bancari dei paesi dichiaranti si siano accresciuti di circa \$60 miliardi (per un'analisi più dettagliata si rimanda al successivo paragrafo). L'importo residuo va in buona parte ascritto all'impiego di fondi esteri da parte delle stesse banche dichiaranti per la concessione di crediti all'interno in moneta nazionale. Il ruolo degli Stati Uniti è stato qui molto meno importante di quello svolto dal lato delle fonti del mercato. Invero, i crediti interbancari verso gli Stati Uniti hanno registrato un forte incremento, ma la maggior parte di esso è stata reimpiegata al di fuori degli Stati Uniti.

### **Il ricorso al settore bancario internazionale da parte dei residenti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci**

La tabella seguente illustra il ruolo svolto dal settore bancario internazionale come sbocco di depositi diretti e fonte di credito per i soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera. Essa comprende anche, a scopo di raffronto, i dati relativi all'espansione degli aggregati monetari in senso lato e degli aggregati creditizi interni, espressi in dollari USA. Vanno rilevati due elementi: in primo luogo, il rapido aumento negli ultimi due anni nel ricorso diretto da parte dei residenti non bancari al settore bancario internazionale sia come fonte di credito sia come destinatario di depositi; in secondo luogo, in diversi paesi l'espansione di

**Il settore bancario internazionale<sup>1</sup> come destinatario di depositi  
e fonte di credito per i soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera**

Residenti in:	Voci		Depositi			Per memoria: aggregati monetari nazionali <sup>3</sup>	Indebitamento			Per memoria: credito interno <sup>4</sup>
			in moneta nazionale	in valuta			in moneta nazionale	in valuta		
			all'estero	all'interno	all'estero <sup>2</sup>		all'estero	all'interno	all'estero <sup>2</sup>	
miliardi di dollari USA <sup>5</sup>										
Belgio-Lussemburgo	Variazioni	1979	0,6	0,9	0,6	3,0	0,1	2,5	0,7	6,1
		1980	1,1	0,7	1,0	2,3	0,1	2,9	2,0	4,7
	Consistenze a fine	1981	0,5	3,0	1,2	1,8	-	3,4	2,9	2,2
		1981	2,1	7,2	5,3	44,2	0,2	11,5	7,8	47,0
Canada	Variazioni	1979	.	-0,5	-0,3	14,7	.	0,6	0,4	16,1
		1980	.	0,8	0,1	11,7	.	1,8	1,1	11,1
	Consistenze a fine	1981	.	-3,4	4,9	23,5	.	9,2	1,7	23,5
		1981	.	5,6	6,7	148,3	.	21,1	7,3	150,3
Francia	Variazioni	1979	0,1	0,4	0,8	38,9	0,1	0,1	0,7	45,8
		1980	0,1	0,4	0,5	28,2	0,4	3,7	1,3	44,2
	Consistenze a fine	1981	-	-0,2	0,4	29,0	-0,2	1,2	1,8	47,4
		1981	0,3	1,8	3,8	273,9	0,4	8,7	8,5	332,3
Germania	Variazioni	1979	0,3	-0,3	0,4	23,4	-1,0	-	1,2	78,0
		1980	1,4	0,2	1,2	22,1	9,4	0,2	1,2	67,0
	Consistenze a fine	1981	1,0	-0,2	0,2	15,4	7,9	-	2,3	58,0
		1981	3,7	1,3	3,6	342,9	29,6	1,5	7,6	712,2
Giappone	Variazioni	1979	-	.	-0,1	129,4	0,3	.	0,2	79,9
		1980	-	.	0,2	136,6	-	.	0,5	89,4
	Consistenze a fine	1981	-	.	0,2	164,9	0,2	.	-1,5	112,7
		1981	0,1	.	0,8	1.671,2	0,5	.	8,6	1.248,3
Italia	Variazioni	1979	-	0,2	0,4	68,8	0,1	2,0	1,0	37,7
		1980	-	-	0,1	56,7	-	7,1	3,7	29,1
	Consistenze a fine	1981	-	0,2	0,5	47,1	-	-0,9	7,0	16,7
		1981	-	1,2	2,8	336,3	0,1	14,5	17,4	200,5
Paesi Bassi	Variazioni	1979	-	0,3	0,5	3,2	0,2	0,8	0,1	14,6
		1980	-	0,2	1,1	1,8	-	0,5	1,0	10,7
	Consistenze a fine	1981	0,2	0,7	0,9	1,7	0,1	0,2	0,5	5,7
		1981	0,4	3,1	4,7	42,4	0,6	2,6	4,1	99,1
Regno Unito	Variazioni	1979	0,7	2,0	0,2	14,6	0,9	0,9	0,6	22,2
		1980	1,5	2,8	1,2	26,1	-0,1	1,0	0,1	28,9
	Consistenze a fine	1981	-0,3	4,8	1,1	17,6	-	4,8	0,5	16,8
		1981	1,9	18,5	6,2	151,3	1,3	27,0	7,1	155,1
Stati Uniti	Variazioni	1979	15,5 <sup>7</sup>	.	0,5	118,7	2,7	.	1,7	123,1
		1980	9,6 <sup>7</sup>	.	-	214,6	2,3	.	0,3	103,6
	Consistenze a fine	1981	30,2 <sup>7</sup>	.	1,0	223,9	5,6	.	-0,2	75,3
		1981	82,2 <sup>7</sup>	.	4,6	2.192,7	15,8	.	4,4	1.326,9
Svezia	Variazioni	1979	.	0,1	-	6,3	.	1,2	-0,1	12,4
		1980	.	-	-	10,5	.	1,4	2,8	14,7
	Consistenze a fine	1981	.	0,1	-	7,8	.	2,0	0,5	12,9
		1981	.	0,5	0,6	63,7	.	7,0	7,6	83,2
Svizzera	Variazioni	1979	0,2 <sup>6</sup>	0,3	3,0	10,1	0,3	-	0,8	8,5
		1980	0,4 <sup>6</sup>	-	2,2	4,7	0,2	0,4	0,7	11,6
	Consistenze a fine	1981	0,4 <sup>6</sup>	0,5	3,3	3,8	0,2	-0,5	0,1	10,3
		1981	1,9 <sup>6</sup>	3,8	17,0	120,8	1,1	3,2	4,9	107,1
Totale	Variazioni	1979	17,4	3,4	6,0	.	3,7	8,1	7,3	.
		1980	14,1	5,1	7,6	.	12,3	19,0	14,7	.
	Consistenze a fine	1981	32,0	5,5	13,7	.	13,8	19,4	15,6	.
		1981	92,6	43,0	56,1	.	49,6	97,1	85,3	.

<sup>1</sup> Banche nei paesi europei dichiaranti, in Canada, in Giappone e, dal terzo trimestre 1980, negli Stati Uniti. <sup>2</sup> Compresa la moneta locale della banca depositaria/mutante, ad eccezione della Svizzera, per la quale non è disponibile una scomposizione per settori bancario e non bancario. <sup>3</sup> M<sub>2</sub> per Belgio, Francia e Paesi Bassi; M<sub>3</sub> per gli altri paesi (compresi inoltre i depositi di enti pubblici per il Canada; i CD per il Giappone, ma esclusi i depositi in eurodollari a brevissimo termine presso le filiali di banche USA nei Caraibi per gli Stati Uniti); quando necessario i dati sono stati depurati della componente in valuta estera riportata separatamente, ad esclusione del Giappone per il quale questa voce (non pubblicata) è compresa nell'aggregato monetario ampio. <sup>4</sup> Credito al settore privato e credito netto al settore pubblico depurati, quando necessario, della componente in valuta estera riportata separatamente. <sup>5</sup> Le variazioni sono calcolate ai tassi di cambio costanti di fine trimestre. <sup>6</sup> Esclusi i depositi fiduciari. <sup>7</sup> Compresi i depositi presso le filiali offshore di banche USA.

queste operazioni di deposito e di prestito ha assunto dimensioni molto ampie rispetto alla crescita degli aggregati monetari in senso lato e degli aggregati creditizi interni.

Nel valutare l'importanza dell'accresciuto ricorso al mercato bancario internazionale da parte dei settori non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci, e in particolare le sue ripercussioni sull'efficacia della politica monetaria interna, è necessario aver presenti due considerazioni. Anzitutto, quei paesi che rappresentano importanti centri bancari internazionali sono molto spesso anche sede di società non bancarie internazionali o di loro affiliate (come ad esempio le società finanziarie). Anche se queste società possono svolgere un ruolo importante come prestatori e prenditori di fondi bancari internazionali, in molti casi esse non fanno realmente parte dell'economia interna del paese ospitante, e l'incidenza delle loro operazioni bancarie internazionali sulle condizioni monetarie e creditizie del paese di residenza può essere alquanto modesta. Ad esempio, ciò vale in particolare per il Belgio-Lussemburgo, dove l'ingente volume complessivo dei depositi in valuta detenuti dai residenti non bancari presso le banche ivi domiciliate è attribuibile in ampia misura alle società internazionali con sede nel Lussemburgo. Analoghe considerazioni valgono probabilmente per i legami esistenti tra i residenti non bancari e il settore bancario internazionale in Svizzera e, in minor misura, nel Regno Unito. In secondo luogo, prescindendo dal ruolo delle società internazionali, i mutuatari non bancari di fondi dal settore bancario internazionale sono molto spesso enti del settore pubblico o società private che, per ragioni di bilancia dei pagamenti, sono stati indotti dalle autorità ufficiali ad ottenere credito all'estero. In tali casi, si può ritenere che l'indebitamento internazionale difficilmente interferisca con gli obiettivi di politica monetaria interna; esso tende piuttosto a fornire alle autorità un ulteriore margine di autonomia. Nondimeno, pur con queste riserve, è innegabile che in taluni casi l'accumulo di risorse liquide private sul mercato internazionale e il ricorso dei residenti ad esso come fonte di finanziamento, influenzando l'andamento degli aggregati monetari e creditizi interni, possono porre problemi alle autorità nazionali.

Dal lato delle fonti del mercato, gli aspetti salienti degli sviluppi nel 1981 sono stati senza dubbio la nettissima accelerazione da \$9,6 a 31,2 miliardi dei nuovi depositi bancari internazionali effettuati da soggetti non bancari statunitensi e la consistente crescita di tali depositi detenuti da residenti nel Regno Unito (\$5,6 miliardi), nel Belgio-Lussemburgo (\$4,7 miliardi) e in Svizzera (\$4,2 miliardi). Nel caso degli Stati Uniti, la costituzione dei depositi, equivalente a circa il 14% della crescita di  $M_3$ , ha assunto prevalentemente la forma di un incremento dei depositi in dollari presso le banche all'estero. Tale espansione è avvenuta nonostante il fatto che il premio in termini di tasso d'interesse degli eurodepositi sui corrispondenti impieghi nel mercato monetario negli Stati Uniti fosse in media leggermente inferiore rispetto al 1980; essa può tuttavia aver rispecchiato sia il crescente ruolo dei fondi comuni d'investimento USA in qualità di depositanti sull'euromercato, sia una maggiore consapevolezza da parte dei soggetti non bancari statunitensi in genere della più elevata remunerazione ottenibile sui depositi nel mercato internazionale. Nel Regno Unito il forte incremento dei depositi di soggetti non bancari, che per lo più ha assunto la forma di depositi in valuta presso le banche operanti nel paese, va posto in relazione alla rimozione dei controlli valutari nell'autunno 1979. Lo scorso anno, inoltre, l'espansione di questi depositi è stata favorita dalla concomitanza degli

altissimi tassi d'interesse sul dollaro e dalla solidità di questa moneta sui mercati dei cambi.

Più in generale, si può probabilmente affermare che la virtuale scomparsa dell'illusione monetaria ha spronato gli investitori negli ultimi anni alla ricerca di rendimenti che impedissero l'erosione del valore reale dei fondi impiegati per effetto dell'inflazione e della tassazione. Dato che la mobilità verso l'alto dei tassi sui depositi nei mercati nazionali è stata spesso ostacolata da vincoli normativi, rigidità istituzionali e imperfezioni in termini di concorrenza, non sorprende troppo che il mercato internazionale abbia avuto un particolare successo nell'attrarre questi fondi.

Dal lato degli impieghi del mercato, lo scorso anno i principali mutuatari non bancari nell'ambito del Gruppo dei Dieci sono stati i residenti in Canada (\$10,9 miliardi), in Germania (\$10,2 miliardi), in Belgio-Lussemburgo (\$6,3 miliardi) e in Italia (\$6,1 miliardi). Il nuovo indebitamento diretto identificato dei residenti non bancari statunitensi sul mercato bancario internazionale, pari a \$5,4 miliardi, è stato molto inferiore all'aumento dei loro depositi bancari internazionali. Tuttavia, il precedente importo non comprende i crediti che possono essere stati erogati al settore non bancario statunitense dalle filiali di banche USA e altre rappresentanze bancarie nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente; probabilmente vi è stato anche un consistente indebitamento delle imprese statunitensi per il tramite delle loro affiliate all'estero. (cfr. pagine 140-141). Se si tiene conto di queste voci, si può stimare che i nuovi crediti erogati al settore non bancario statunitense dagli stabilimenti bancari al di fuori degli Stati Uniti siano stati dell'ordine di \$12-15 miliardi.

L'ingente indebitamento in eurovalute dei residenti canadesi, soprattutto presso le banche del proprio paese, va in ampia misura collegato alla politica governativa diretta a conseguire una maggiore autonomia nazionale nel settore energetico (cfr. pagina 142). Il ricorso al credito in eurovalute da parte dei residenti non bancari in Germania, per gran parte sul mercato dell'euromarco, si spiega soprattutto con il fatto che le maggiori imprese tedesche hanno approfittato del livello talvolta più basso dei tassi d'interesse applicati dalle affiliate esterne delle banche tedesche. Nella misura in cui questo indebitamento non è stato connesso ai movimenti circolari di fondi, ma ha rappresentato effettive importazioni nette di capitali, esso è stato certamente ben accetto per ragioni di bilancia dei pagamenti e di tasso di cambio. Considerazioni di bilancia dei pagamenti hanno costituito una delle ragioni del ricorso al credito bancario internazionale nel 1981 da parte di mutuatari non bancari in Belgio-Lussemburgo, Italia, Francia e Svezia. In questi paesi, una parte cospicua dell'indebitamento è direttamente attribuibile agli enti del settore pubblico o allo stesso governo. In Giappone l'ampio ricorso all'indebitamento in valuta presso le banche all'interno, i cosiddetti "impact loans", pare abbia avuto luogo in seguito all'allentamento dei controlli valutari nell'autunno 1980. Non sono tuttavia disponibili dati sul volume di queste operazioni.

### **Struttura per monete dell'attività bancaria internazionale**

A prima vista il 1981 può apparire come l'anno del dollaro sul mercato bancario internazionale. A tassi di cambio correnti, questa moneta ha contribuito con l'89% all'incremento nel valore di cambio delle attività sull'estero delle banche

dichiaranti e con il 99% alla crescita delle loro passività. Tuttavia, questa predominanza del dollaro nelle operazioni bancarie nel 1981 è derivata in ampia misura dall'espansione particolarmente rapida delle operazioni con l'estero delle banche negli Stati Uniti e delle filiali *offshore* di banche USA, quasi integralmente denominate in dollari, nonché dall'apprezzamento di questa moneta.

Il quadro appare un po' diverso se si prende in considerazione l'euromercato in senso stretto e se si escludono gli effetti dell'apprezzamento del dollaro. Su base depurata degli effetti di cambio, alle posizioni in dollari va attribuito solo il 65,3% dell'espansione nelle attività sull'estero in valuta delle banche europee dichiaranti, mentre alla fine del 1980 esse rappresentavano il 69% del totale delle attività in essere; è soltanto dal lato delle passività dei bilanci bancari che la quota del dollaro ha mostrato un leggero aumento. Inoltre, la crescita delle posizioni in dollari si è ampiamente concentrata nel quarto trimestre del 1981, allorché il dollaro era relativamente debole sui mercati dei cambi, mentre nei primi nove mesi la quota di mercato del dollaro era nettamente inferiore alla media. Ciò è probabilmente imputabile al fatto che, nei periodi in cui il dollaro era considerato una moneta destinata ad apprezzarsi, i mutuatari hanno preferito indebitarsi in altre valute e a tassi d'interesse considerevolmente inferiori a quelli applicati sui crediti in dollari.

Composizione per monete dei flussi eurovalutari\*

Anni	Dollari			Altre valute estere							
	Totale	di cui verso		Totale	verso			di cui			
		settore non bancario	autorità monetarie ufficiali		settore non bancario	autorità monetarie ufficiali	marco tedesco	franco svizzero	lira sterlina	yen	
miliardi di dollari USA a tassi di cambio costanti di fine trimestre											
Attività											
1976	33,8	9,9	1,2	8,1	0,9	0,5	2,6	1,4	0,6	.	
1977	38,4	13,8	- 0,4	23,8	6,6	- 0,3	15,5	1,7	2,7	.	
1978	71,1	18,7	3,0	26,2	6,0	0,2	16,1	- 1,3	1,4	3,1	
1979	88,4	20,1	- 3,5	41,9	7,2	0,1	21,0	10,0	3,1	2,0	
1980	90,8	27,3	2,2	40,3	15,1	0,1	13,3	15,1	0,9	2,6	
1981	74,8	28,0	- 0,8	39,7	16,3	0,4	14,0	10,3	2,8	6,6	
Passività											
1976	40,6	5,3	9,5	6,8	2,0	- 1,0	3,1	- 0,5	1,4	.	
1977	42,8	4,7	4,6	25,5	2,3	3,0	15,4	3,0	2,3	.	
1978	69,7	10,0	- 0,4	24,9	2,3	5,7	13,7	- 0,5	2,7	2,8	
1979	88,0	19,9	17,8	59,5	5,0	13,8	28,8	12,0	3,8	5,6	
1980	111,7	19,7	2,9	42,3	6,7	3,3	12,7	15,2	7,1	- 1,0	
1981	83,2	32,2	- 7,7	36,2	5,8	- 5,4	8,9	16,0	- 0,9	5,8	

\* Banche nei paesi europei dichiaranti (cfr. pagine 149 e 150).

L'influsso di questi fattori è altresì evidente nella composizione per monete delle operazioni dirette tra le banche europee dichiaranti e i soggetti non bancari. Dal lato degli impieghi bancari, la quota dei nuovi crediti denominati in monete diverse dal dollaro – già accresciutasi fortemente nel 1980 allorché il dollaro stava recuperando sui mercati dei cambi – ha registrato un ulteriore incremento. Per contro, dal lato delle fonti del mercato, sono diminuiti i nuovi depositi in monete

diverse dal dollaro, mentre quelli in dollari si sono fortemente accresciuti, portandosi a \$32,2 miliardi, cioè il livello di gran lunga più alto finora registrato. Un altro elemento di rilievo nel 1981 sono stati i prelievi sui depositi in eurovalute, per \$13,1 miliardi, delle istituzioni monetarie ufficiali. Tuttavia, non pare che tali prelievi siano stati connessi principalmente a considerazioni di tasso di cambio, dato che essi comprendono una riduzione di \$7,7 miliardi nei depositi in dollari (cfr. anche il Capitolo VII, pagine 177-179).

Per quanto riguarda le singole monete diverse dal dollaro, in valore assoluto la maggiore espansione è stata registrata, come di consueto, dalle attività in marchi e in franchi svizzeri delle banche europee dichiaranti, accresciutesi rispettivamente di \$14 e 10,3 miliardi. Tuttavia, se si considerano i tassi di crescita, le attività in yen sono aumentate molto più rapidamente, essendo salite di \$6,6 miliardi, cioè dei due terzi. Di conseguenza, la quota dello yen ha sopravanzato quella della sterlina dal lato delle attività delle banche, collocandosi al terzo posto, dopo il marco e il franco svizzero, tra le monete diverse dal dollaro. Peraltro, la sua quota sul mercato complessivo, inferiore al 2%, rimane modesta.

### **Gli sviluppi nei singoli centri del mercato**

Lo scorso anno le attività esterne delle banche situate nei paesi europei dichiaranti si sono accresciute di \$136 miliardi, portandosi a \$992 miliardi. Questa crescita è stata inferiore all'espansione di \$159 miliardi registrata nel 1980. Il rallentamento va essenzialmente attribuito ad una netta contrazione nel volume delle nuove operazioni interbancarie all'interno dell'area europea dichiarante, mentre è leggermente aumentato rispetto al 1980 il nuovo credito ai soggetti non bancari. Vi è stata altresì una certa decelerazione nel flusso di nuovi crediti ai paesi esterni all'area dichiarante nell'accezione più ampia, e in particolare all'Europa orientale. Dal lato del passivo delle banche europee, si è registrato un forte rallentamento dei nuovi depositi provenienti dai paesi esportatori di petrolio e sono persino diminuite le passività verso l'Europa orientale. D'altra parte, vi sono stati ampi afflussi di nuovi fondi, attraverso i conti fiduciari delle banche in Svizzera e dagli Stati Uniti.

Per quanto concerne il ruolo dei singoli paesi europei dichiaranti, l'aspetto più rilevante degli sviluppi nel 1981 è senz'altro rappresentato dall'elevatissima quota delle banche nel Regno Unito sulla crescita complessiva dell'euromercato. Le attività verso l'estero in valuta delle banche nel Regno Unito sono aumentate di \$74,7 miliardi, cioè del 23%, e ad esse va ascritto il 65% della crescita totale registrata da tutte le banche europee dichiaranti. A confronto, l'espansione è stata piuttosto lenta nei due altri maggiori centri dell'euromercato, la Francia e il Lussemburgo, dove tali attività si sono accresciute rispettivamente solo di \$5,2 e 6 miliardi, cioè del 4,5 e del 7,5%. Dopo il Regno Unito, il maggior incremento delle attività in eurovalute è stato conseguito dalle banche in Belgio (\$8,7 miliardi) e in Italia (\$6,6 miliardi).

Considerando il ruolo delle banche europee come esportatrici ed importatrici nette di fondi, il più ampio movimento è stato di gran lunga quello registrato dalle banche in Francia, la cui posizione debitoria netta sull'estero in valuta è aumentata di \$9,9 miliardi, raggiungendo un totale di \$11,9 miliardi. Tuttavia, una parte cospicua di questo indebitamento pare sia stata impiegata per finanziare una crescita

Variazioni nelle posizioni verso l'estero delle banche nei singoli paesi dichiaranti e di alcune filiali offshore di banche USA

	Attività				Passività				
	1978	1979	1980	1981	1978	1979	1980	1981	
miliardi di dollari USA a tassi di cambio costanti di fine trimestre									
Austria	moneta nazionale . .	0,6	1,1	1,3	1,1	0,3	0,3	0,4	0,2
	valuta estera . . . . .	1,5	3,9	2,0	1,3	2,0	4,6	5,4	1,8
Belgio	moneta nazionale . .	- 0,1	0,1	1,1	-	0,3	1,7	2,2	- 1,1
	valuta estera . . . . .	7,2	7,1	14,0	8,7	7,9	9,6	15,8	10,9
Lussemburgo	moneta nazionale . .	0,2	0,4	- 0,1	0,3	-	0,3	0,2	- 0,2
	valuta estera . . . . .	10,2	18,8	13,6	6,0	9,0	19,3	12,6	4,2
Danimarca	moneta nazionale . .	-	0,1	0,1	- 0,1	0,1	-	0,1	-
	valuta estera . . . . .	0,6	0,9	-	0,8	0,9	0,9	-	0,4
Francia	moneta nazionale . .	5,0	4,2	4,0	4,1	0,8	0,7	2,9	- 0,1
	valuta estera . . . . .	15,9	18,6	20,9	5,2	12,6	19,4	25,3	15,1
Germania	moneta nazionale . .	4,0	4,8	9,7	6,1	12,0	11,8	2,8	1,2
	valuta estera . . . . .	2,8	0,8	0,3	3,0	3,1	4,3	0,4	1,8
Irlanda	moneta nazionale . .	-	-	-	-	-	-	0,3	0,3
	valuta estera . . . . .	- 0,2	-	0,5	0,4	-	-	1,2	0,3
Italia	moneta nazionale . .	0,3	0,7	- 0,2	-	0,4	0,8	0,4	- 0,1
	valuta estera . . . . .	6,9	6,0	2,0	6,6	5,5	7,1	9,0	4,4
Paesi Bassi	moneta nazionale . .	2,2	2,6	1,0	2,4	1,9	2,7	2,7	0,7
	valuta estera . . . . .	7,4	7,3	8,2	5,0	8,6	8,2	9,1	4,0
Svezia	moneta nazionale . .	- 0,1	0,1	0,2	- 0,3	-	0,1	0,3	0,2
	valuta estera . . . . .	- 0,1	1,3	1,7	0,2	0,9	3,1	3,3	1,9
Svizzera	moneta nazionale . .	0,9	7,1	5,0	2,5	- 0,5	0,4	5,6	2,3
	valuta estera . . . . .	7,4	-	- 1,0	2,6	8,1	3,6	2,0	0,3
Regno Unito	moneta nazionale . .	1,6	- 0,6	5,6	5,4	0,2	6,0	7,1	4,9
	valuta estera . . . . .	37,7	65,6	68,8	74,7	36,0	67,4	69,9	74,1
Canada	moneta nazionale . .	0,1	0,1	- 0,1	0,6	0,6	0,4	0,1	1,5
	valuta estera . . . . .	4,0	3,0	10,2	2,1	5,5	7,3	10,9	18,5
Giappone	moneta nazionale . .	3,6	5,3	3,4	5,4	2,9	- 3,5	7,2	1,7
	valuta estera . . . . .	7,1	8,1	15,0	15,4	5,6	16,1	21,7	19,9
Stati Uniti	moneta nazionale . .	36,7	18,4	38,7	74,7 <sup>1</sup>	21,2	38,5	7,4	37,2 <sup>1</sup>
	valuta estera . . . . .	1,3	- 1,3	2,0	1,8 <sup>1</sup>	1,5	- 0,5	2,0	0,8 <sup>1</sup>
Filiali offshore	valuta estera <sup>2</sup> . . . .	15,0	21,0	13,7	31,6	15,4	21,3	14,3	33,5
Totale complessivo	moneta nazionale . .	55,0	44,4	69,7	102,2	40,2	60,2	39,7	48,7
	valuta estera . . . . .	124,7	161,1	171,9	165,4	122,6	191,7	202,9	189,9

<sup>1</sup> Comprese le "international banking facilities". <sup>2</sup> Comprese quantità modeste in monete nazionali dei centri in questione.

di \$4,2 miliardi della posizione creditoria netta sull'estero in franchi francesi, in ampia misura connessa con il commercio estero. Le altre principali importatrici nette di fondi esteri sono state le banche in Svezia (\$2,2 miliardi) e in Belgio (\$1,1 miliardi). Nella maggior parte degli altri paesi europei dichiaranti, lo scorso anno le banche sono state forti esportatrici nette di capitali.

Nel 1981 le attività verso l'estero delle banche negli Stati Uniti hanno segnato un aumento di \$76,5 miliardi e le passività di \$38 miliardi. Parte di queste ingenti esportazioni lorde e nette di capitali è senza dubbio connessa alla scelta del LIBOR nei contratti di credito negli Stati Uniti e può essersi quindi associata a flussi circolari di fondi. Il caso tipico è quello di una banca mutuante negli Stati Uniti che

iscrive il credito come attività verso la propria filiale estera e questa a sua volta lo registra come credito verso un'affiliata all'estero della società statunitense e i fondi vengono riconvogliati negli Stati Uniti attraverso operazioni contabili intraziendali. Tuttavia, è improbabile che questi flussi circolari costituiscano la parte preponderante delle esportazioni di fondi figuranti nei bilanci delle banche negli Stati Uniti, e non vi è dubbio che senza il ruolo del settore bancario statunitense come esportatore netto di capitali, lo scorso anno la spinta al rialzo sul dollaro sarebbe stata ancora più forte e la liquidità sul mercato bancario internazionale molto più scarsa.

Un altro fattore che contribuisce a spiegare il forte aumento delle attività lorde sull'estero delle banche negli Stati Uniti è l'introduzione, il 3 dicembre, delle cosiddette "international banking facilities" (IBF). Poiché queste sono esenti da obblighi di riserva e beneficiano inoltre di una serie di privilegi normativi e fiscali, attraverso di esse non possono essere effettuate operazioni né con il settore non bancario statunitense né con banche USA non consociate, ad eccezione delle IBF medesime. D'altra parte, esse sono collegate al settore finanziario interno statunitense attraverso le transazioni intrabancarie con le proprie case-madri sul mercato statunitense. Alla fine del 1981, dopo solo quattro settimane dalla loro entrata in funzione, le IBF registravano attività sull'estero per \$61,3 miliardi e passività esterne per \$46,4 miliardi, e praticamente la metà di questi importi è imputabile alle affiliate statunitensi di banche estere.

I fondi contabilizzati attraverso le IBF pare siano provenuti essenzialmente da quattro fonti. Anzitutto, uno spostamento di attività sull'estero dalle banche statunitensi alle IBF, rispecchiatosi in una flessione di \$19,2 miliardi in dicembre delle attività "tradizionali" sull'estero in dollari delle banche negli Stati Uniti. In secondo luogo, la diversione sulle IBF di depositi iscritti presso le affiliate estere di banche statunitensi; in dicembre, le banche negli Stati Uniti hanno dichiarato un aumento di \$17,3 miliardi nelle passività in dollari verso le loro dipendenze all'estero, mentre le filiali estere di banche statunitensi registravano una netta flessione nelle loro posizioni creditorie verso i residenti di paesi diversi dagli Stati Uniti. In terzo luogo, uno spostamento diretto — senza il tramite di operazioni contabili intrabancarie — di attività e passività dalle dipendenze estere alle IBF, o forse un effettivo incremento delle operazioni internazionali effettuate attraverso gli Stati Uniti, non controbilanciate da una contrazione altrove; così, le passività verso l'estero delle banche negli Stati Uniti, ad esclusione di quelle verso le proprie dipendenze all'estero, hanno segnato un incremento di \$13,1 miliardi durante il mese di dicembre. Infine, pare vi sia stata un'espansione del credito bancario internazionale finanziato mediante fondi raccolti dalle IBF all'interno degli Stati Uniti attraverso le loro consociate USA. In dicembre il totale della posizione creditoria netta sull'estero in dollari delle banche negli Stati Uniti (comprese le IBF) ha registrato un aumento di \$11,6 miliardi. In sintesi, dei \$61,3 miliardi (compreso un modesto importo di posizioni in monete diverse dal dollaro), di attività contabilizzate presso le IBF, al massimo \$24,7 miliardi rappresentano nuove operazioni; una parte sostanziale di quest'ultimo importo si sarebbe senz'altro aggiunta anche senza le IBF.

Nei principali centri *offshore* dell'area dei Caraibi e dell'Estremo Oriente, le attività esterne delle filiali estere di banche statunitensi nel 1981 si sono accresciute

di \$30,8 miliardi (al lordo di effetti di cambio di entità alquanto modesta), portandosi ad un totale di \$171,8 miliardi. Le loro posizioni creditorie verso gli Stati Uniti sono aumentate da sole di \$29,8 miliardi, di cui \$10,5 miliardi nei confronti di banche non consociate e del settore non bancario statunitense, mentre i restanti \$19,3 miliardi rappresentano fondi riconvogliati alle case-madri. Gran parte di questo riflusso o, più esattamente, di questo trasferimento contabile alle case-madri ha avuto luogo nel quarto trimestre ed è collegato all'entrata in funzione delle IBF. La presenza di queste spiega anche il fatto che, dopo una crescita di \$6,7 miliardi nei primi nove mesi dell'anno, le attività delle filiali *offshore* verso i paesi in via di sviluppo non OPEC sono calate di \$7,5 miliardi nell'ultimo trimestre. Per contro, la posizione creditoria delle banche negli Stati Uniti (comprese le IBF) verso questi paesi in via di sviluppo — accresciutasi di soli \$5,2 miliardi nei precedenti tre trimestri — è aumentata di ben \$18,5 miliardi, cioè del 34% nell'ultimo trimestre. Anche dal lato del passivo delle filiali *offshore*, il movimento di gran lunga più ampio è stato l'aumento di \$28,1 nelle passività verso residenti degli Stati Uniti, peraltro non imputabile in misura significativa alle IBF. Le sole passività verso soggetti non bancari statunitensi sono aumentate di quasi \$12 miliardi, cioè di poco meno del 50%.

Lo scorso anno le banche in Giappone hanno registrato ancora una volta una rapida espansione delle loro operazioni internazionali. Le loro attività verso l'estero sono salite di \$20,8 miliardi, raggiungendo un totale di \$84,6 miliardi. Anche le passività esterne hanno continuato ad espandersi vigorosamente, sebbene in misura notevolmente inferiore al 1980. Pertanto, la posizione debitoria netta sull'estero di queste banche, che nel 1980 si era accresciuta di \$10,5 miliardi in connessione all'elevato fabbisogno di finanziamento della bilancia dei pagamenti del paese, lo scorso anno ha segnato un ulteriore aumento di appena \$0,8 miliardi, salendo a \$15,8 miliardi. La forte espansione delle attività verso l'estero delle banche giapponesi nel 1981 è dovuta in ampia misura all'allentamento delle direttive ufficiali che regolano la partecipazione delle banche interne ai prestiti internazionali consorziali. In aggiunta, i tassi d'interesse relativamente bassi applicati ai crediti in yen, nonché la posizione alquanto debole di questa moneta sui mercati dei cambi, hanno contribuito a incentivare la domanda estera di crediti in yen. La forte espansione delle passività sull'estero è imputabile in parte alla rimozione, nel dicembre 1980, di tutte le restrizioni sui cosiddetti "impact loans", cioè sui crediti in valuta concessi a residenti. Questi crediti, finanziati per lo più dalle banche giapponesi all'estero, pare siano aumentati considerevolmente lo scorso anno. Per contro, si è arrestato l'afflusso di fondi petroliferi, specie sotto forma di depositi in yen.

Nel 1981 le banche in Canada sono state forti importatrici nette di fondi esteri. Le loro passività esterne sono aumentate di non meno di \$18 miliardi, mentre le attività hanno segnato un incremento di soli \$2,7 miliardi. Oltre ad essere stati incoraggiati dai favorevoli differenziali dei tassi d'interesse, questi afflussi bancari netti hanno rispecchiato l'effetto di due specifici fattori. Anzitutto, i crediti in valuta concessi a residenti canadesi per finanziare l'acquisizione di imprese a capitale straniero nel settore energetico. In secondo luogo, l'imposizione, nel febbraio 1981, di un coefficiente di riserva obbligatoria del 3% a fronte dei depositi in valuta di residenti non bancari canadesi presso le banche in Canada. Ciò ha provocato un dirottamento di questi depositi verso l'estero da dove sono riaffluiti alle banche canadesi per il tramite del mercato interbancario internazionale.

## I mercati obbligazionari internazionali

A giudicare dal volume di attività, il 1981 è stato un anno assai fecondo per i mercati obbligazionari internazionali. Dopo quattro anni di crescita esitante, l'ammontare lordo delle nuove emissioni ha registrato un forte aumento, pari a \$9,8 miliardi, salendo a \$47,8 miliardi. L'espansione ha interessato sia le emissioni sull'euromercato – accresciutesi di quasi un terzo, fino a raggiungere un totale di \$26,5 miliardi – sia le emissioni estere sui mercati nazionali, ammontate a \$21,3 miliardi, con un incremento del 19%.

La forte espansione delle emissioni obbligazionarie è avvenuta in circostanze che non si possono considerare del tutto favorevoli ai mercati finanziari, tenuto conto dei tassi d'interesse a lungo termine in ascesa per molta parte dell'anno, di curve dei rendimenti invertite, della pronunciata instabilità dei tassi a breve e dei

Emissioni obbligazionarie internazionali<sup>1</sup>

Aree o paesi mutuatari	Anni	Emissioni euroobbligazionarie				Emissioni estere			
		Totale	di cui			Totale	di cui		
			dollari USA	marchi tedeschi	collocamenti privati		negli Stati Uniti	in Svizzera	collocamenti privati
milioni di dollari USA									
Europa occidentale . . .	1979	7.360	3.760	2.220	2.570	5.830	970	4.160	2.680
	1980	9.070	4.860	2.110	1.580	5.930	610	3.380	1.550
	1981	7.580	5.230	860	660	5.450	640	3.070	1.400
	1982/I	4.430	3.550	590	.	1.610	–	630	.
Canada . . . . .	1979	1.400	830	30	30	2.730	2.070	510	570
	1980	1.440	1.150	60	–	1.740	1.500	160	310
	1981	5.010	4.060	130	20	5.950	4.800	870	1.040
	1982/I	1.630	1.150	60	.	1.430	700	690	.
Stati Uniti . . . . .	1979	2.870	2.780	60	430	1.210	–	60	–
	1980	4.390	3.960	120	260	1.370	–	200	120
	1981	5.850	5.700	30	70	700	–	700	470
	1982/I	3.730	3.650	–	.	530	–	380	.
Altri paesi sviluppati <sup>2</sup> . . .	1979	1.780	780	960	330	3.810	80	3.500	3.210
	1980	2.260	1.220	780	350	2.620	–	2.310	1.830
	1981	3.240	2.500	230	200	3.050	320	2.370	1.920
	1982/I	1.170	940	10	.	1.250	–	1.010	.
Resto del mondo <sup>3</sup> . . .	1979	1.900	1.360	410	210	1.190	140	300	350
	1980	1.180	750	390	–	570	80	140	100
	1981	2.320	2.060	90	210	1.120	440	90	350
	1982/I	1.090	920	130	.	300	–	100	.
Istituzioni internazionali . .	1979	2.040	700	1.090	1.400	5.210	1.110	950	4.050
	1980	1.710	1.360	–	1.050	5.720	550	1.280	2.880
	1981	2.490	1.700	40	460	5.040	1.380	1.030	570
	1982/I	640	510	–	.	1.280	–	320	.
Totale delle emissioni collocate . . . .	1979	17.350	10.210	4.770	4.970	19.980	4.370	9.480	10.860
	1980	20.050	13.300	3.460	3.240	17.950	2.740	7.470	6.790
	1981	26.490	21.250	1.380	1.620	21.310	7.580	8.130	5.750
	1982/I	12.690	10.720	790	.	6.400	700	3.130	.

<sup>1</sup> Dati basati su fonti BIRS e OCSE.

<sup>2</sup> Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa.

<sup>3</sup> Compresi i paesi dell'Europa orientale.

cambi, nonché delle più generali incertezze di natura politica ed economica. Tuttavia, pare che proprio questa instabilità e le asperità della situazione abbiano fatto risultare chiaramente i vantaggi comparativi del mercato internazionale rispetto ai mercati nazionali, e cioè la sua maggiore flessibilità, il suo carattere informale e innovativo.

Un altro fattore che ha agito a favore del mercato internazionale è stata la solidità del dollaro, che ha accresciuto l'attrattiva delle obbligazioni in dollari per gli investitori non statunitensi. Inoltre gli operatori esteri, evidentemente meno pessimisti delle loro controparti statunitensi circa l'evoluzione dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, sono stati talora fortemente attratti dal livello senza precedenti dei rendimenti sul dollaro. Ciò contribuisce a spiegare perché i costi dell'indebitamento sul mercato delle euroobbligazioni in dollari siano stati per buona parte dell'anno inferiori a quelli sul mercato statunitense, una circostanza che ha esercitato una forte attrattiva sui mutuatari nordamericani. Naturalmente, la solidità del dollaro e i tassi d'interesse eccezionalmente alti su questa moneta costituivano di per sé un disincentivo per i mutuatari non statunitensi. Nondimeno, il deteriorarsi delle posizioni di liquidità, il livello ancor più alto dei tassi a breve e il fatto che in certi periodi il mercato dell'euromarco fosse praticamente chiuso, hanno lasciato a questi mutuatari talora ben poche possibilità di scelta.

Questi vari fattori si sono rispecchiati in modo netto sulla composizione per monete e sulla distribuzione geografica delle nuove emissioni obbligazionarie nel 1981, nonché sui tipi di strumenti impiegati. L'elemento di maggior rilievo per quanto attiene alla struttura per monete è stata la vitalità del settore in dollari. Le emissioni in eurodollari sono aumentate da \$13,3 miliardi nel 1980 a \$21,3 miliardi, superando l'espansione netta complessiva del mercato euroobbligazionario. Le emissioni estere negli Stati Uniti si sono accresciute da \$2,7 a 7,6 miliardi, nonostante l'andamento relativamente debole del mercato interno statunitense.

Per contro, il 1981 non è stato un anno favorevole per le emissioni estere sul mercato tedesco e per le emissioni in euromarchi. Il loro valore complessivo, di \$2,6 miliardi, è stato pari solo al 30% della corrispondente cifra del 1980. Nei primi mesi del 1981, il mercato è rimasto praticamente chiuso, soprattutto per ragioni inerenti alla bilancia dei pagamenti, ma anche dopo la sua riapertura a metà aprile l'attività è rimasta debole. Gli investitori sono stati scoraggiati dai rendimenti notevolmente inferiori a quelli delle obbligazioni in dollari, nonché dalla debolezza del marco nei confronti della moneta statunitense, e i mutuatari dal fatto di dover offrire cedole a livelli record in questo dopoguerra. Tuttavia, il mercato ha cominciato a riprendersi nel quarto trimestre, allorché i tassi a breve sono nettamente calati e il miglioramento di fondo della bilancia dei pagamenti tedesca consentiva di sperare in una maggiore autonomia dei tassi d'interesse tedeschi rispetto agli sviluppi negli Stati Uniti.

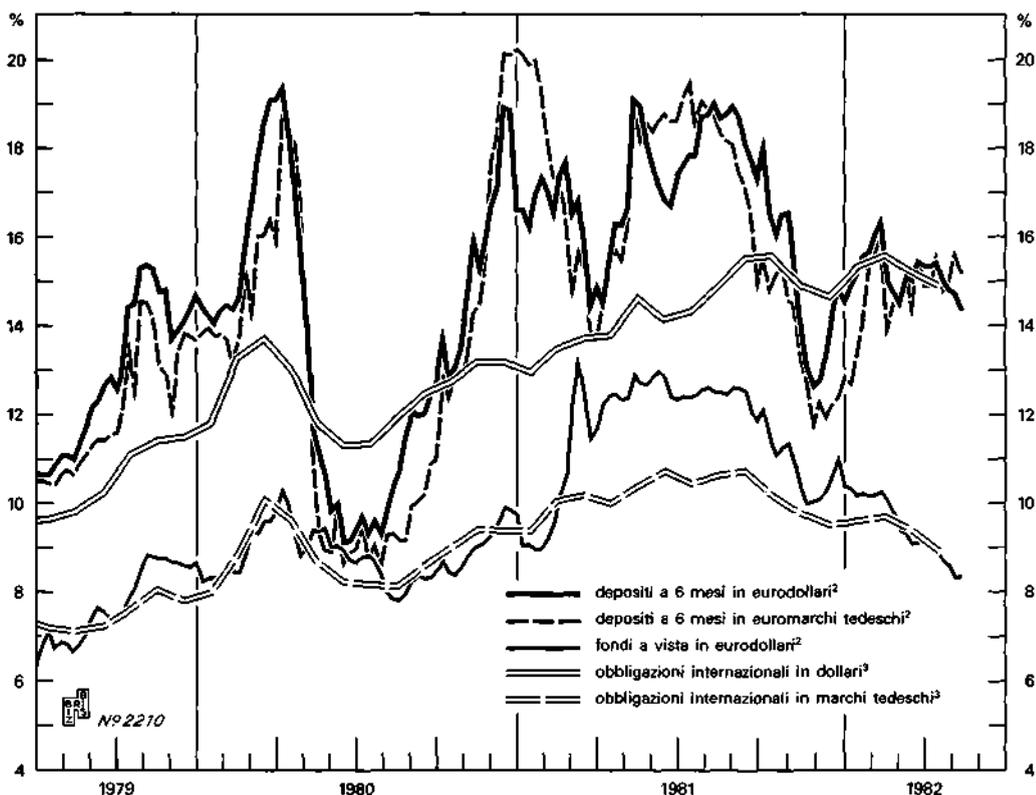
Per quanto soggetti ad alcuni degli svantaggi che hanno gravato sul marco, gli altri settori del mercato obbligazionario internazionale hanno retto abbastanza bene. In Svizzera le emissioni estere si sono accresciute di \$0,7 miliardi, portandosi a \$8,1 miliardi e in Giappone di \$1,2 miliardi, raggiungendo un totale di \$2,7 miliardi.

Lo scorso anno i mercati obbligazionari internazionali hanno dimostrato ancora una volta la loro capacità di superare le avversità adattando i loro strumenti al mutare delle preferenze degli operatori. In presenza di perduranti incertezze circa

l'evoluzione futura dell'inflazione e dei tassi d'interesse, le *notes* a tasso variabile hanno continuato ad espandere la loro quota di mercato; ciò vale sia per il settore del dollaro, dove la loro quota è salita a un terzo nel 1981 sia, su scala molto più modesta, per il settore in franchi svizzeri. Inoltre, per quanto concerne le emissioni ordinarie, il mercato ha cercato di stimolare l'interesse degli investitori attraverso alcune innovazioni, quali le obbligazioni prive di cedola (che per ragioni fiscali paiono aver attratto soprattutto gli investitori giapponesi), i prestiti con diritto d'opzione separato e le emissioni a carattere continuativo.

Per quanto concerne le categorie di mutuatari, le caratteristiche salienti dello scorso anno sono state la forte crescita nella quota di fondi raccolti da mutuatari del Nord America, l'indebitamento sensibilmente maggiore dei paesi in via di sviluppo, sia direttamente sia per il tramite delle istituzioni internazionali per lo sviluppo, e una significativa contrazione nella quota dei mutuatari europei. In Canada, data la presenza di tassi d'interesse persino superiori a quelli statunitensi, le emissioni dei mutuatari canadesi sui mercati esteri sono salite da \$3,2 miliardi nel 1980 a \$11 miliardi lo scorso anno, e ad esse va ascritta la maggior parte del forte incremento delle emissioni obbligazionarie estere negli Stati Uniti. Le società statunitensi hanno accresciuto il loro ricorso al finanziamento euroobbligazionario da \$4,4 a 5,9 miliardi, ma a causa della debolezza del settore del marco hanno ridotto il loro

Tassi d'interesse sui depositi in eurovalute e rendimenti delle obbligazioni in dollari USA e in DM sui mercati internazionali<sup>1</sup>



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

nuovo indebitamento sui mercati nazionali esteri. I paesi in via di sviluppo non appartenenti all'OPEC hanno raccolto \$3 miliardi, cifra più che doppia rispetto a quella del 1980; il solo Messico ha assorbito i tre quarti di tale importo. Le istituzioni per lo sviluppo hanno ottenuto \$5 miliardi, cioè \$1,2 miliardi in più rispetto al 1980, contribuendo in tal modo ad aumentare dal 14 al 17% la quota di mercato delle obbligazioni emesse da parte o per conto dei paesi in via di sviluppo. Lo scorso anno i paesi dell'Europa orientale si sono astenuti dal mercato. I fondi raccolti dai paesi dell'Europa occidentale sono calati di \$2 miliardi e la loro quota sulle emissioni complessive del mercato si è contratta da quasi il 40 al 27%. Il ridotto nuovo indebitamento dei paesi scandinavi (esclusa la Finlandia) è il fattore principale di questa flessione. Dopo il Canada e gli Stati Uniti, il terzo maggior mutuatario è stato il Giappone; la metà circa dei \$4,9 miliardi di nuove emissioni collocate da emittenti giapponesi ha assunto la forma di obbligazioni convertibili.

Nonostante l'elevato volume di emissioni, lo scorso anno le condizioni prevalenti sul mercato sono state alquanto perturbate e l'attività si è fortemente concentrata in quei periodi in cui i tassi d'interesse a breve erano temporaneamente decrescenti. L'espansione, specie nel settore delle obbligazioni ordinarie in dollari, è stata particolarmente forte nel quarto trimestre, allorché i rendimenti delle obbligazioni in dollari stavano calando rispetto all'eccezionale livello di quasi il 16% raggiunto in settembre e la curva dei rendimenti si era temporaneamente normalizzata.

Sebbene i tassi d'interesse siano tornati a salire verso la fine del 1981 e agli inizi del 1982, nel primo trimestre di quest'anno l'attività di emissione ha continuato ad espandersi ad un ritmo molto sostenuto. Nel settore delle euroobbligazioni, in particolare, il volume delle nuove emissioni, pari a \$12,7 miliardi, risultava quasi doppio rispetto alla media trimestrale per il 1981 e superiore di un terzo al volume del quarto trimestre. A causa del netto calo delle emissioni sul mercato statunitense — non pienamente compensato da una vigorosa espansione dell'attività di emissione in Svizzera — il volume delle emissioni di obbligazioni estere è stato leggermente inferiore a quello del quarto trimestre. Le perduranti incertezze circa i tassi d'interesse si sono rispecchiate in un ulteriore aumento della quota delle emissioni a tasso variabile e delle obbligazioni convertibili. L'aspetto saliente è stato peraltro l'eccezionale aumento delle emissioni prive di cedola durante i primi due mesi dell'anno, prima che le autorità giapponesi vietassero la vendita di simili titoli a investitori giapponesi, mentre è fortemente calato il volume delle altre emissioni ordinarie in dollari. Nel settore delle euroobbligazioni, in cui i nuovi collocamenti delle società statunitensi hanno rappresentato il fattore espansivo di gran lunga più importante, la maggior parte delle emissioni ha continuato essere denominata in dollari.

Distribuzione geografica delle posizioni verso l'estero  
delle banche nell'area dichiarante e di alcune filiali offshore di banche USA<sup>1</sup>

	1978	1979	1980	1981			
	dicembre	dicembre	dicembre	marzo <sup>2</sup>	giugno	settembre	dicembre
miliardi di dollari USA							
<b>Posizioni creditorie delle banche verso:</b>							
Gruppo dei Dieci e Svizzera, Austria							
Danimarca e Irlanda . . . . .	467,6	588,3	704,4	717,2	702,6	743,8	819,9
di cui: Area europea dichiarante . . . . .	360,3	437,8	522,8	523,9	499,7	519,5	568,3
Stati Uniti . . . . .	53,0	81,9	89,0	90,7	97,3	111,5	133,6
Canada . . . . .	16,0	19,2	23,5	26,5	32,1	35,8	36,8
Giappone . . . . .	38,3	49,4	69,1	76,1	73,5	77,0	81,2
Centri bancari offshore <sup>3</sup> . . . . .	124,4	157,1	188,8	202,7	210,6	225,3	237,5
Altri paesi dell'Europa occidentale . . . . .	50,4	58,7	70,1	71,4	71,7	73,6	77,1
Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa . . . . .	13,5	13,7	15,6	16,1	16,9	19,2	21,8
Europa orientale . . . . .	47,5	55,9	59,8	58,8	57,1	58,7	60,8
Paesi OPEC <sup>4</sup> . . . . .	56,4	64,1	70,0	66,3	65,9	68,5	72,0
Altri paesi in via di sviluppo . . . . .	119,7	155,6	193,3	196,1	201,2	212,3	230,1
di cui: America Latina <sup>5</sup> . . . . .	79,0	102,5	129,2	132,9	136,7	145,7	158,5
Medio Oriente . . . . .	6,5	7,8	9,7	9,2	10,0	9,9	11,5
Altri paesi dell'Asia . . . . .	22,9	31,0	38,5	38,4	39,6	40,5	43,1
Altri paesi dell'Africa . . . . .	11,3	14,3	15,9	15,6	14,9	16,2	17,0
Partite non classificate <sup>6</sup> . . . . .	13,6	17,6	19,9	21,0	20,7	21,4	22,8
<b>Totale</b> . . . . .	<b>893,1</b>	<b>1.111,0</b>	<b>1.321,9</b>	<b>1.349,6</b>	<b>1.346,7</b>	<b>1.422,8</b>	<b>1.542,0</b>
di cui: all'interno dell'area, al lordo . . . . .	586,1	738,0	894,9	911,6	906,7	961,8	1.050,0
all'interno dell'area, al netto delle duplicazioni contabili <sup>7</sup> . . . . .	228,0	292,0	373,0	382,0	385,0	414,0	448,0
all'esterno dell'area <sup>8</sup> . . . . .	307,0	373,0	437,0	438,0	440,0	461,0	492,0
<b>Totale del credito bancario internazionale netto</b> . . . . .	<b>535,0</b>	<b>665,0</b>	<b>810,0</b>	<b>820,0</b>	<b>825,0</b>	<b>875,0</b>	<b>940,0</b>
<b>Passività delle banche verso:</b>							
Gruppo dei Dieci e Svizzera, Austria,							
Danimarca e Irlanda . . . . .	533,9	686,4	823,9	838,4	830,8	879,7	948,4
di cui: Area europea dichiarante . . . . .	404,7	528,8	613,9	612,6	591,8	613,5	658,6
Stati Uniti . . . . .	101,9	123,8	159,9	169,8	185,2	204,8	228,1
Canada . . . . .	15,8	17,8	23,1	23,0	24,9	27,0	27,4
Giappone . . . . .	11,5	16,0	27,0	33,0	28,9	34,4	34,3
Centri bancari offshore <sup>3</sup> . . . . .	97,8	140,3	166,0	171,3	179,8	198,8	219,5
Altri paesi dell'Europa occidentale . . . . .	35,4	42,6	46,4	44,5	42,4	45,6	47,7
Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa . . . . .	2,7	3,5	3,9	4,0	3,5	3,4	3,4
Europa orientale . . . . .	10,6	15,4	15,6	11,4	9,3	10,8	14,8
Paesi OPEC <sup>4</sup> . . . . .	82,5	120,3	159,7	161,5	158,0	157,3	156,8
Altri paesi in via di sviluppo . . . . .	75,8	88,7	91,4	88,6	87,5	89,4	98,3
di cui: America Latina <sup>5</sup> . . . . .	32,5	37,8	36,0	34,5	34,0	35,4	39,8
Medio Oriente . . . . .	13,9	15,7	18,3	18,5	18,7	18,0	19,3
Altri paesi dell'Asia . . . . .	22,1	26,0	27,3	26,3	25,9	27,0	29,2
Altri paesi dell'Africa . . . . .	7,3	9,2	9,8	9,3	8,9	9,0	10,0
Partite non classificate <sup>6</sup> . . . . .	17,7	22,2	27,6	27,6	29,4	28,7	34,1
<b>Totale</b> . . . . .	<b>856,4</b>	<b>1.119,4</b>	<b>1.334,5</b>	<b>1.347,3</b>	<b>1.340,7</b>	<b>1.413,7</b>	<b>1.523,0</b>
di cui: all'interno dell'area, al lordo . . . . .	624,4	816,4	981,5	1.000,3	1.002,7	1.068,7	1.158,0
all'interno dell'area, al netto delle duplicazioni contabili <sup>7</sup> . . . . .	303,0	362,0	457,0	473,0	487,0	530,0	575,0
all'esterno dell'area <sup>8</sup> . . . . .	232,0	303,0	353,0	347,0	338,0	345,0	365,0
<b>Totale del credito bancario internazionale netto</b> . . . . .	<b>535,0</b>	<b>665,0</b>	<b>810,0</b>	<b>820,0</b>	<b>825,0</b>	<b>875,0</b>	<b>940,0</b>

Nota: le cifre di questa tabella sono in parte basate su stime. I dati relativi alle banche negli Stati Uniti escludono tutte le poste riguardanti attività in custodia, ad eccezione dei certificati di deposito negoziabili di banche USA detenuti per conto di non residenti; i dati di dicembre 1981 comprendono le posizioni verso l'estero delle "international banking facilities".

<sup>1</sup> Queste cifre comprendono le posizioni verso l'estero delle filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. <sup>2</sup> Dal marzo 1981 le cifre includono anche le posizioni verso l'estero di un certo numero di imprese di intermediazione di titoli negli Stati Uniti le cui attività e passività, soprattutto verso l'area dichiarante, ammontavano rispettivamente a \$2,8 e 0,2 miliardi. <sup>3</sup> Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, altre Indie occidentali britanniche, Isole Cayman, Libano, Liberia, Panama, Singapore e Vanuatu (precedentemente Nuove Ebridi). <sup>4</sup> Comprende, inoltre, Bahrain, Brunei, Oman, Trinidad e Tobago. <sup>5</sup> Comprende i paesi dell'area dei Caraibi che non possono essere considerati centri bancari offshore. <sup>6</sup> Comprende le istituzioni internazionali eccetto la BRI. <sup>7</sup> Esclude i depositi interbancari entro l'area dichiarante, ma include parte delle partite non classificate e le posizioni verso Bahamas, Hong Kong, Isole Cayman, Panama e Singapore. <sup>8</sup> Include le posizioni verso i restanti centri offshore come pure il resto delle partite non classificate.

**Composizione per monete delle posizioni in valuta estera  
delle banche nei paesi europei dichiaranti**

Fine mese	Dollari			Altre valute						
	Totale	di cui verso		Totale	verso		di cui			
		settore non bancario	autorità monetarie ufficiali		settore non bancario	autorità monetarie ufficiali	marchi tedeschi	franchi svizzeri	lire sterline	yen
milioni di dollari USA										
<b>Attività</b>										
1977 dic. . . .	268.430	65.560	3.870	116.410	31.670	1.610	70.350	23.640	5.310	1.720
1978 dic. . . .	339.520	84.250	6.880	162.450	42.950	2.060	97.430	27.890	7.300	5.400
1979 marzo . .	327.200	85.570	4.050	162.340	42.870	1.580	94.860	26.000	8.260	6.090
giugno . .	351.050	90.780	4.120	177.700	44.130	1.760	104.850	31.480	8.290	5.750
sett. . . .	384.190	96.710	3.490	199.160	49.370	1.990	116.870	37.250	9.420	5.740
dic. . . .	427.960	104.320	3.380	211.770	52.140	2.200	124.430	38.660	11.140	6.280
1980 marzo . .	438.960	108.630	4.350	204.220	54.230	2.190	115.710	38.010	11.590	8.000
giugno . .	456.730	118.310	3.690	234.750	62.950	2.140	129.830	46.240	13.650	9.590
sett. . . .	465.620	124.740	3.520	234.710	64.820	2.140	127.430	47.230	13.440	10.320
dic. . . .	518.730	131.620	5.540	232.510	61.880	2.230	122.930	49.620	12.970	10.560
1981 marzo . .	525.670	135.920	5.480	236.140	63.110	2.700	123.970	51.400	13.030	12.120
giugno . .	533.020	140.750	5.170	217.010	60.160	1.930	108.570	52.400	12.300	12.340
sett. . . .	550.050	149.150	5.150	231.120	67.250	2.200	115.630	56.020	12.570	14.180
dic. . . .	593.530	159.650	4.730	246.520	71.240	2.410	120.280	60.020	13.120	16.430
<i>Per memoria:</i>										
<i>Posizioni verso residenti</i>										
1977 dic. . . .	93.510	30.560	.	35.710	10.640	.	.	.	.	.
1978 dic. . . .	106.530	32.690	.	49.550	13.500	.	.	.	.	.
1979 dic. . . .	126.570	34.850	.	69.610	20.270	.	.	.	.	.
1980 dic. . . .	169.560	42.200	.	85.400	29.860	.	.	.	.	.
1981 marzo . .	182.300	43.560	.	83.090	27.930	.	.	.	.	.
giugno . .	178.440	41.320	.	79.300	26.170	.	.	.	.	.
sett. . . .	188.770	43.270	.	83.330	28.410	.	.	.	.	.
dic. . . .	193.430	48.960	.	88.690	30.130	.	.	.	.	.
<b>Passività</b>										
1977 dic. . . .	278.840	34.330	49.250	117.360	12.230	17.970	68.680	22.720	6.870	2.670
1978 dic. . . .	348.590	44.340	48.900	162.220	16.570	27.020	93.080	27.890	10.320	6.190
1979 marzo . .	336.550	47.810	53.100	165.890	18.770	27.520	93.250	26.840	11.990	7.180
giugno . .	359.930	51.820	56.660	185.430	18.780	29.000	104.630	32.270	13.050	7.840
sett. . . .	392.420	58.640	63.760	212.040	21.570	36.540	117.790	38.280	14.550	8.820
dic. . . .	436.630	64.190	66.740	229.200	22.480	41.620	127.940	40.710	15.180	10.330
1980 marzo . .	450.050	68.680	63.400	225.990	23.500	40.260	118.250	41.680	19.350	10.920
giugno . .	474.000	71.380	67.690	254.490	26.860	43.420	133.000	49.240	22.930	10.020
sett. . . .	486.110	74.410	72.370	255.760	26.410	44.650	130.470	51.690	23.070	10.130
dic. . . .	548.360	83.900	69.650	252.140	27.480	41.490	125.260	51.620	23.820	11.240
1981 marzo . .	558.870	91.540	67.000	250.310	28.980	37.600	122.340	54.520	22.260	11.940
giugno . .	565.350	93.980	65.010	226.640	25.530	32.390	103.150	56.420	18.280	11.770
set . . . .	583.110	104.800	62.390	238.080	27.690	30.870	107.910	61.330	17.540	12.380
dic. . . .	631.520	116.110	61.920	259.970	29.740	31.240	117.130	68.110	18.330	16.180
<i>Per memoria:</i>										
<i>Posizioni verso residenti</i>										
1977 dic. . . .	75.310	12.280	.	30.400	5.460	.	.	.	.	.
1978 dic. . . .	87.690	14.690	.	45.060	7.440	.	.	.	.	.
1979 dic. . . .	108.910	17.180	.	63.940	9.280	.	.	.	.	.
1980 dic. . . .	148.100	20.480	.	66.570	10.240	.	.	.	.	.
1981 marzo . .	161.460	22.950	.	68.330	10.900	.	.	.	.	.
giugno . .	161.220	25.850	.	65.720	9.940	.	.	.	.	.
sett. . . .	171.470	26.330	.	70.660	12.200	.	.	.	.	.
dic. . . .	173.140	24.990	.	72.100	13.510	.	.	.	.	.

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

			1979	1980	1981			
			dicembre	dicembre	marzo	giugno	settembre	dicembre
milioni di dollari USA								
Austria	Attività	moneta nazionale . . .	4.160	4.840	4.770	4.330	4.840	5.230
		dollari USA . . . . .	6.610	7.220	7.460	7.940	8.230	8.100
		altre valute estere . . .	7.130	7.790	7.400	7.270	7.600	7.500
	Passività	moneta nazionale . . .	1.090	1.360	1.310	1.200	1.240	1.330
		dollari USA . . . . .	6.870	8.010	8.260	8.980	9.030	8.660
		altre valute estere . . .	11.040	14.040	12.710	12.220	12.870	14.030
Belgio	Attività	moneta nazionale . . .	3.330	3.280	2.930	2.640	2.740	2.740
		dollari USA . . . . .	23.310	33.430	34.230	35.590	35.250	36.840
		altre valute estere . . .	16.380	18.930	20.760	19.560	20.650	21.960
	Passività	moneta nazionale . . .	6.590	8.000	6.270	5.760	5.510	5.590
		dollari USA . . . . .	22.200	32.940	33.580	34.580	34.690	36.510
		altre valute estere . . .	21.350	24.990	27.020	25.850	27.250	28.940
Lussemburgo	Attività	moneta nazionale . . .	1.400	1.330	1.250	1.190	1.290	1.340
		dollari USA . . . . .	29.300	33.620	36.040	35.660	34.220	34.970
		altre valute estere . . .	50.100	53.690	53.260	48.220	49.820	52.120
	Passività	moneta nazionale . . .	1.030	1.130	940	830	770	710
		dollari USA . . . . .	32.950	38.000	39.810	39.480	38.640	38.330
		altre valute estere . . .	42.680	45.500	45.100	39.840	40.580	44.030
Danimarca	Attività	moneta nazionale . . .	150	220	130	130	130	130
		dollari USA . . . . .	1.860	2.140	1.900	2.130	1.990	2.140
		altre valute estere . . .	1.960	1.500	1.810	1.760	1.840	2.080
	Passività	moneta nazionale . . .	410	510	540	520	510	540
		dollari USA . . . . .	1.900	1.980	2.000	2.110	2.040	2.270
		altre valute estere . . .	1.420	1.360	1.510	1.470	1.340	1.360
Francia	Attività	moneta nazionale . . .	23.180	24.430	23.330	21.530	22.910	23.040
		dollari USA . . . . .	71.740	87.690	82.210	80.590	79.490	88.520
		altre valute estere . . .	28.700	31.080	30.930	27.730	30.070	31.920
	Passività	moneta nazionale . . .	6.610	8.610	7.960	6.070	5.540	6.600
		dollari USA . . . . .	61.100	81.450	80.840	79.880	80.920	92.390
		altre valute estere . . .	38.500	40.250	38.820	33.630	36.010	39.860
Germania	Attività	moneta nazionale . . .	47.620	51.820	47.690	42.740	43.590	51.060
		dollari USA . . . . .	14.360	14.190	14.250	12.680	14.300	17.120
		altre valute estere . . .	7.350	7.320	7.360	6.440	6.480	6.690
	Passività	moneta nazionale . . .	54.330	50.690	48.150	41.600	42.070	45.020
		dollari USA . . . . .	16.430	16.790	18.340	15.530	16.020	19.200
		altre valute estere . . .	7.000	6.710	6.050	5.500	5.680	5.620
Irlanda	Attività	moneta nazionale . . .	.	140	90	90	100	110
		dollari USA . . . . .	360	540	560	550	560	430
		altre valute estere . . .	1.090	1.440	1.480	1.480	1.570	1.700
	Passività	moneta nazionale . . .	.	1.940	1.850	1.710	1.740	1.920
		dollari USA . . . . .	740	740	1.040	930	1.030	1.040
		altre valute estere . . .	1.260	2.450	2.240	2.030	1.880	2.070
Italia	Attività	moneta nazionale . . .	1.320	1.000	810	840	850	710
		dollari USA . . . . .	21.190	23.250	16.520	16.580	16.620	27.840
		altre valute estere . . .	7.130	6.440	6.320	6.040	6.210	7.730
	Passività	moneta nazionale . . .	2.900	2.900	2.310	2.110	2.130	2.240
		dollari USA . . . . .	25.400	31.740	24.150	24.080	22.540	34.620
		altre valute estere . . .	9.850	11.860	11.090	10.550	10.740	12.140
Paesi Bassi	Attività	moneta nazionale . . .	11.390	11.310	11.220	11.140	11.920	12.290
		dollari USA . . . . .	23.010	27.960	28.760	29.070	29.390	29.780
		altre valute estere . . .	21.470	22.850	23.150	20.400	22.130	23.550
	Passività	moneta nazionale . . .	10.860	12.190	11.390	9.900	10.540	11.260
		dollari USA . . . . .	23.320	28.980	29.610	30.770	31.020	30.660
		altre valute estere . . .	21.260	23.420	22.870	19.920	20.890	22.980

(Continua alla pagina seguente)

			1979	1980	1981			
			dicembre	dicembre	marzo	giugno	settembre	dicembre
			milioni di dollari USA					
Regno Unito	Attività	moneta nazionale . . .	15.490	22.670	23.270	20.730	20.950	23.190
		dollari USA . . . . .	211.760	262.790	278.700	288.220	304.290	320.060
		altre valute estere . . .	58.240	70.850	73.660	69.080	75.100	81.170
	Passività	moneta nazionale . . .	19.230	27.660	26.700	24.920	25.160	26.870
		dollari USA . . . . .	219.990	276.990	292.350	300.130	317.160	335.680
		altre valute estere . . .	61.980	69.730	71.640	65.480	69.930	77.890
Svezia	Attività	moneta nazionale . . .	1.030	1.200	910	940	1.000	720
		dollari USA . . . . .	2.950	4.330	4.610	4.130	4.080	4.280
		altre valute estere . . .	1.830	2.120	2.140	2.240	2.210	2.180
	Passività	moneta nazionale . . .	900	1.000	930	1.000	920	860
		dollari USA . . . . .	4.620	6.850	7.340	7.330	7.890	8.030
		altre valute estere . . .	3.190	3.910	3.970	3.940	4.280	4.190
Svizzera	Attività	moneta nazionale . . .	27.170	29.480	28.980	28.440	29.050	31.720
		dollari USA . . . . .	21.510	21.570	20.430	19.880	21.630	23.450
		altre valute estere . . .	10.390	8.500	7.870	6.790	7.440	7.920
	Passività	moneta nazionale . . .	7.440	11.950	11.980	11.460	12.220	14.240
		dollari USA . . . . .	21.110	23.890	21.550	21.550	22.130	24.130
		altre valute estere . . .	9.670	7.900	7.290	6.210	6.630	6.860
Totale paesi europei dichiaranti	Attività	moneta nazionale . . .	136.240	151.720 <sup>1</sup>	145.380	134.740	139.370	152.280
		dollari USA . . . . .	427.960	518.730	525.670	533.020	550.050	593.530
		altre valute estere . . .	211.770	232.510	236.140	217.010	231.120	246.520
	Passività	moneta nazionale . . .	111.390	127.940 <sup>1</sup>	120.330	107.080	108.350	117.180
		dollari USA . . . . .	436.630	548.360	558.870	565.350	583.110	631.520
		altre valute estere . . .	229.200	252.140	250.310	226.640	238.080	259.970
Canada	Attività	moneta nazionale . . .	580	640	720	740	960	1.080
		dollari USA . . . . .	22.990	31.820	30.240	33.130	33.850	33.470
		altre valute estere . . .	2.030	3.020	2.930	2.790	3.290	3.330
	Passività	moneta nazionale . . .	3.080	2.990	3.360	3.280	3.490	4.510
		dollari USA . . . . .	28.170	38.250	41.100	50.510	53.410	53.640
		altre valute estere . . .	1.560	2.360	2.730	2.630	2.720	3.230
Giappone	Attività	moneta nazionale . . .	11.350	16.960	17.210	17.570	18.570	21.000
		dollari USA . . . . .	30.350	43.980	52.360	47.520	57.620	56.030
		altre valute estere . . .	3.730	4.730	5.200	5.190	6.190	7.580
	Passività	moneta nazionale . . .	3.820	12.340	11.780	11.760	12.960	13.170
		dollari USA . . . . .	43.900	60.440	66.660	67.500	76.380	79.120
		altre valute estere . . .	2.770	7.440	8.710	7.210	7.990	8.100
Stati Uniti <sup>2</sup>	Attività	moneta nazionale . . .	133.920	172.580	182.380 <sup>3</sup>	197.360	209.880	250.140
		valuta estera . . . . .	2.420	4.210	4.260 <sup>3</sup>	3.670	4.130	5.170
	Passività	moneta nazionale . . .	128.180	135.530	130.310 <sup>3</sup>	138.120	151.510	173.000
		valuta estera . . . . .	1.920	3.750	3.300 <sup>3</sup>	3.030	2.870	3.740
Filiali di banche USA <sup>4</sup>	Attività	valuta estera <sup>5</sup> . . . . .	127.640	141.000	147.150	153.980	167.730	171.830
	Passività	valuta estera <sup>5</sup> . . . . .	128.840	142.990	149.880	157.640	172.840	175.790
Totale generale	Attività	moneta nazionale . . .	282.090	341.900	345.690	350.410	368.780	424.500
		valuta estera . . . . .	828.890	980.000	1.003.950	996.310	1.053.980	1.117.460
	Passività	moneta nazionale . . .	246.470	278.800	265.780	260.240	276.310	307.860
		valuta estera . . . . .	872.990	1.055.730	1.081.560	1.080.510	1.137.400	1.215.110

<sup>1</sup> Dal dicembre 1980 comprende le posizioni verso l'estero delle banche irlandesi. <sup>2</sup> I dati relativi alle banche negli Stati Uniti escludono tutte le poste riguardanti attività in custodia, ad eccezione dei certificati di deposito negoziabili di banche USA detenuti per conto di non residenti. I dati relativi al dicembre 1981 includono le posizioni verso l'estero delle "international banking facilities". <sup>3</sup> Dal marzo 1981 i dati includono anche le posizioni verso l'estero di un certo numero di imprese di intermediazione di titoli. In base al precedente campo di rilevazione, i dati relativi alla fine di marzo 1981 erano i seguenti: attività in moneta nazionale, \$179.600 milioni; attività in valuta estera, \$4.170 milioni; passività, rispettivamente \$130.110 e \$3.270 milioni. <sup>4</sup> Filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. <sup>5</sup> Compresa quantità modeste in monete nazionali dei centri in questione.

## VII. LA SCENA MONETARIA INTERNAZIONALE.

### Aspetti salienti

In campo monetario internazionale, nel corso del 1981 e dei primi mesi del 1982, i piú importanti sviluppi descritti in questo capitolo hanno avuto luogo sui mercati dei cambi. Tra il gennaio del 1981 e la metà di aprile del 1982, il tasso di cambio effettivo del dollaro si è apprezzato del 26%, in larga misura per effetto dell'alto livello dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, mentre i tassi di cambio effettivi della maggior parte delle monete degli altri paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci si sono deprezzati, anche se in misura minore. Nello stesso periodo di tempo, inoltre, vi è stata una notevole instabilità dei tassi di cambio del dollaro. Questa instabilità del dollaro rispetto ad altre importanti monete si è manifestata in tre movimenti principali, ciascuno protrattosi alcuni mesi, in alcune fluttuazioni di piú breve periodo e in un'augmentata variabilità media giornaliera dei tassi di cambio a pronti per gran parte del periodo considerato. Il capitolo prende anche in esame la variabilità giornaliera dei cambi a pronti del dollaro a partire dalla fine del 1972.

In alcuni importanti casi, tra cui quelli del dollaro, del marco tedesco e dello yen, le variazioni complessive dei tassi di cambio nominali dalla fine del 1980 sono state in contrasto con gli andamenti della bilancia corrente dei rispettivi paesi. Inoltre le variazioni nei tassi di cambio nominali sono state accompagnate da movimenti nei tassi di cambio reali e, nel marzo del 1982, i tassi di cambio reali del dollaro, del marco tedesco e dello yen non erano distanti dai livelli della fine del 1972. Il capitolo esamina i movimenti nei tassi di cambio reali di tali monete per tutto l'arco di tempo a partire da quella data e analizza in quale misura tali variazioni siano state necessarie dal punto di vista del processo di aggiustamento internazionale, in quale misura possano essersi prodotti fenomeni di "iperreazione", ed il costo che essi possono avere determinato per l'economia.

Il capitolo passa in rassegna anche gli andamenti nell'ambito del meccanismo dei tassi di cambio dello SME. Dopo un periodo, durato circa un anno e mezzo, in cui la debolezza del marco tedesco aveva contribuito alla stabilità dei tassi di cambio nominali del Sistema pur in presenza di una continua divergenza nei tassi d'inflazione nazionali, a partire dal marzo del 1981 si sono avuti tre riallineamenti dei tassi centrali delle monete partecipanti. In una prospettiva futura, tuttavia, la stabilità del Sistema richiederà una convergenza verso il basso dei tassi d'inflazione dei paesi partecipanti.

Sul mercato dell'oro il periodo considerato ha visto una nuova riduzione, di quasi il 50%, del prezzo di mercato del metallo, che è passato da poco piú di \$600 per oncia nel gennaio 1981 ad un minimo di \$312 per oncia nel marzo 1982. Il nuovo calo del prezzo dell'oro è legato, dal lato dell'offerta, ad un considerevole aumento nelle vendite sul mercato da parte dell'Unione Sovietica e, dal lato della domanda, alla forza del dollaro, all'elevato onere finanziario della detenzione di oro, alla flessione dei prezzi del petrolio ed ai progressi ottenuti nel ridurre il tasso d'inflazione.

Il capitolo passa infine in rassegna l'evoluzione della liquidità internazionale nel corso del 1981. Nel complesso, lo scorso anno la situazione della liquidità internazionale ha subito un deterioramento in termini reali, in considerazione di un'accentuata riduzione del prezzo al quale le riserve auree potevano essere mobilitate, di una certa diminuzione delle riserve totali non auree, e di ulteriori aumenti nella posizione debitoria sull'estero di numerosi paesi. Un elemento caratteristico dell'anno è stato un aumento della quota delle riserve valutarie detenute negli Stati Uniti, a scapito delle riserve collocate presso le banche sul mercato eurovalutario. Tra le ragioni che spiegano questo spostamento vi possono essere la distribuzione per paesi dei guadagni e delle perdite sulle riserve in valuta, l'attrattiva degli investimenti sul mercato dei titoli statunitensi e, da parte di talune autorità monetarie, l'aumentata percezione del rischio connesso alla detenzione di riserve presso le banche internazionali.

### **Gli andamenti dei tassi di cambio**

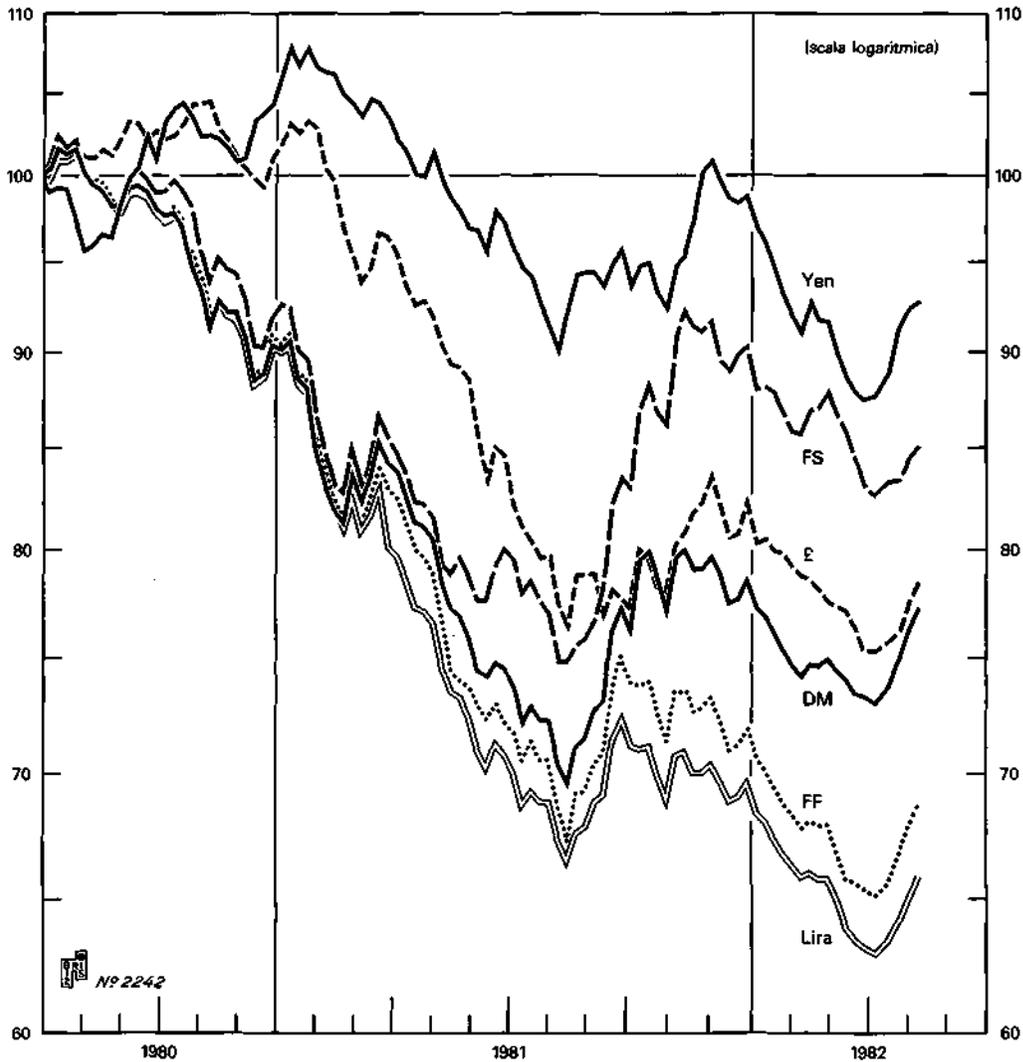
Nel periodo preso in esame, gli sviluppi sui mercati dei cambi sono stati caratterizzati da tre fatti principali. Il primo è un ulteriore considerevole apprezzamento del dollaro USA. Tra l'inizio di gennaio del 1981 e l'aprile del 1982, il valore del dollaro è cresciuto del 26,1% in termini di cambio effettivo, ma il suo apprezzamento rispetto alle altre principali monete è stato più generale che nel 1980, giacché ha compreso non solo ulteriori guadagni rispetto alle monete dell'Europa continentale, ma anche considerevoli apprezzamenti rispetto alla sterlina ed allo yen, nei cui confronti aveva invece perso terreno nel 1980. Nel periodo in esame le altre principali monete (ad eccezione del franco svizzero e del dollaro canadese) hanno subito un deprezzamento anche in termini di cambio effettivo, benché il peggioramento sia stato di dimensioni inferiori all'apprezzamento del dollaro. In secondo luogo, è continuata la pronunciata instabilità dei tassi di cambio sul mercato del dollaro; si sono registrate tre principali fluttuazioni, durate da quattro a sette mesi, altre oscillazioni di più breve durata e, in aggiunta, marcate oscillazioni giornaliere nei tassi di cambio a pronti del dollaro. Infine, all'interno del sistema di cambi fissi dello SME, la stabilità dei tassi di cambio nominali osservata verso la fine del 1979 e nel corso del 1980, è stata seguita, a partire dal marzo del 1981, da tre riallineamenti delle monete partecipanti.

Nell'intero periodo esaminato l'apprezzamento del dollaro nei confronti delle altre principali monete risulta in palese contrasto con gli andamenti delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Nel quarto trimestre del 1981 la bilancia corrente degli Stati Uniti registrava un saldo negativo, mentre quella della Germania era passata in attivo. Il saldo delle partite correnti del Giappone si era già tramutato da negativo in positivo nel secondo trimestre dell'anno, e l'eccedenza del Regno Unito è più che raddoppiata nel corso del 1981. Mentre l'andamento di queste grandezze è stato uno dei motivi alla base del temporaneo indebolimento del dollaro nella seconda metà del 1981, i più importanti fattori del suo rafforzamento e della sua variabilità nell'intero periodo in esame sono stati l'entità e i movimenti dei differenziali tra i tassi d'interesse negli Stati Uniti e quelli negli altri paesi.

Nella prima delle tre principali fasi dell'andamento del dollaro sul mercato dei cambi, durata dagli inizi di gennaio agli inizi di agosto del 1981, il tasso di cambio

Andamenti dei tassi di cambio rispetto al dollaro USA delle monete di alcuni paesi industriali, 1980-82

Medie settimanali: indici, fine giugno 1980 = 100.



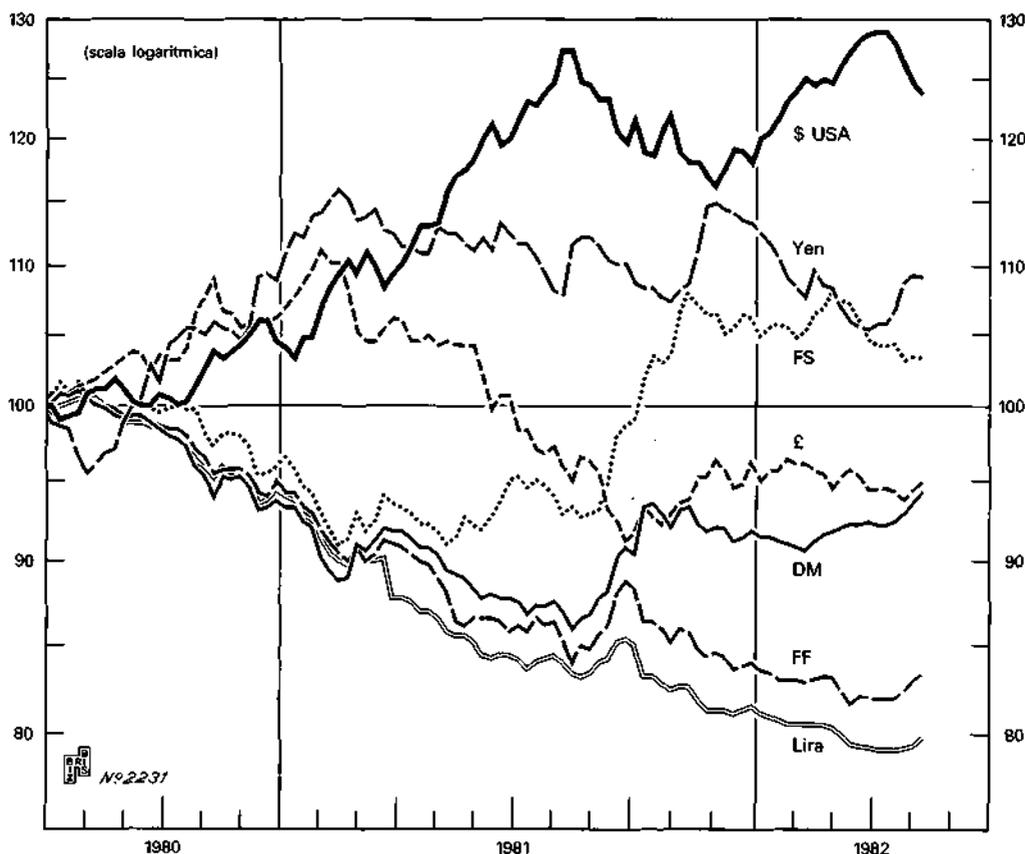
effettivo del dollaro si è apprezzato di oltre il 25%. Il marco tedesco ed il franco svizzero si sono deprezzati nei confronti del dollaro rispettivamente all'incirca del 25 e del 21%, mentre la sterlina ha perso il 27% e lo yen il 18%. In questa fase, peraltro, il più accentuato calo nei confronti del dollaro, pari al 27,75% in entrambi i casi, è stato registrato dal franco francese e dalla lira (il cui tasso centrale in marzo è stato svalutato del 6% nei confronti delle altre valute che partecipano allo SME). In questa fase il dollaro ha tratto vantaggio da un certo numero di fattori favorevoli, tra cui la costante posizione di forza delle partite correnti della bilancia dei pagamenti USA, alcuni segni di un rallentamento dell'inflazione interna, gli effetti sugli umori del mercato della ferma posizione antinflazionistica assunta dalla nuova Amministrazione, nonché, per gran parte del periodo, un consistente differenziale positivo nei tassi d'interesse.

Nel corso di questi sette mesi, tuttavia, si sono prodotte tre marcate oscillazioni di più breve periodo nei tassi di cambio del dollaro. La prima ha avuto luogo tra gli inizi di gennaio e la metà di febbraio, periodo in cui il marco ed il franco svizzero si sono entrambi deprezzati del 15% circa nei confronti del dollaro. Queste flessioni si sono verificate malgrado una diminuzione dei differenziali positivi nei tassi d'interesse a favore del dollaro e nonostante il fatto che, tra la fine di gennaio e la metà di febbraio, il premio dell'interesse dell'eurodollaro a tre mesi sui corrispondenti tassi per il marco tedesco e il franco svizzero si sia ridotto da 10 a meno di 7,5 punti percentuali per il marco e da 13 a meno di 11 punti percentuali per il franco. La debolezza del marco tedesco all'inizio del 1981 è stata accentuata dal persistente disavanzo delle partite correnti della Germania e dagli avvenimenti in Polonia. D'altra parte, grazie alla migliore situazione delle bilance dei pagamenti inglese e giapponese, il deprezzamento della sterlina e dello yen nei confronti del dollaro, rispettivamente pari al 7,3 e al 3,9% tra gli inizi di gennaio e metà febbraio 1981, è stato molto più modesto di quello registrato dalle monete dell'Europa continentale.

Un innalzamento dei tassi d'interesse in Germania ed in altri paesi dell'Europa continentale, alla metà di febbraio, accompagnato da una flessione dei tassi negli Stati Uniti, ha prodotto a partire da quella data un ribaltamento temporaneo della

Andamento dei tassi di cambio effettivi delle monete di alcuni paesi industriali, 1980-82

Medie settimanali: indici, fine-giugno 1980 = 100



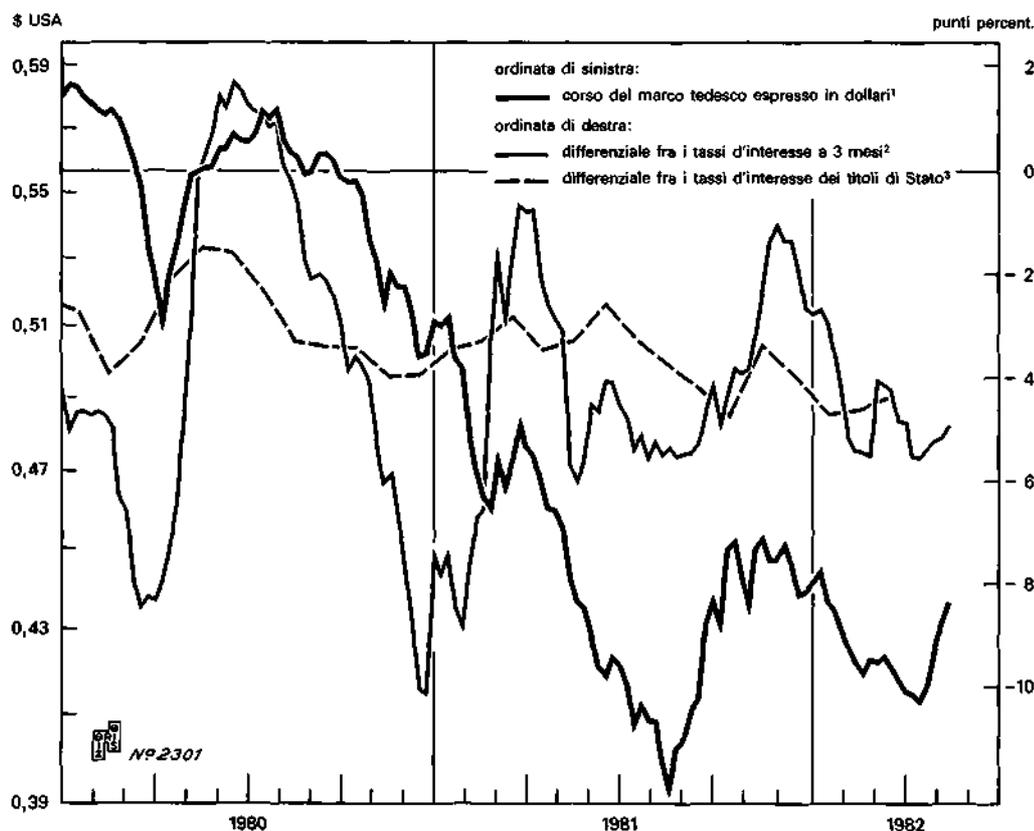
situazione. Tra la metà di febbraio e la metà di marzo, allorché il differenziale dei tassi a breve termine a favore del dollaro sull'euromercato si è ridotto rispettivamente a 2 e a 6,25 punti percentuali rispetto al marco ed al franco svizzero, queste due monete hanno recuperato circa il 10% nei confronti del dollaro. Dagli inizi di aprile in poi, tuttavia, il tasso d'interesse sul dollaro, e con esso il differenziale a suo favore, hanno iniziato ad innalzarsi nuovamente e, nonostante massicci interventi di altre banche centrali, ha preso nuovamente l'avvio un movimento ascendente del dollaro, che si è protratto — con un'interruzione nel mese di giugno — fino ai primi dell'agosto 1981. Tra la metà di marzo e gli inizi di agosto il marco tedesco ha perso il 20% rispetto al dollaro, giungendo a DM 2,57, la più bassa quotazione dal luglio del 1976, solo del 10% superiore al livello di fine marzo 1973. Agli effetti provocati dalle variazioni dei tassi d'interesse si è aggiunta una serie di altri fattori che hanno favorito il dollaro: in Germania la lentezza nel miglioramento delle partite correnti; in Francia gli effetti dei risultati delle elezioni presidenziali sul clima dei mercati; in Belgio le permanenti difficoltà di ordine politico ed economico, tra cui un disavanzo assai accentuato nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

Mentre le altre principali monete si sono mosse nel complesso in linea con quelle dello SME, vi sono state differenze non insignificanti circa la misura in cui esse si sono deprezzate nei confronti del dollaro. La sterlina, che aveva perso il 22,5% nei confronti del dollaro tra la metà di marzo e i primi di agosto, è stata influenzata, da giugno in poi, dal basso livello dei prezzi del petrolio e da fattori legati ai tassi d'interesse. Il franco svizzero e lo yen, d'altro canto, hanno peggiorato la propria posizione rispetto al dollaro in misura minore delle altre principali monete. Fino ai primi di maggio il franco svizzero è sceso parallelamente al marco tedesco; ma in seguito, ulteriori aumenti del tasso ufficiale di sconto e di quello sulle anticipazioni, attuati l'11 maggio, insieme agli afflussi di capitali dalla Francia dopo le elezioni presidenziali, hanno determinato un significativo apprezzamento del franco svizzero nei confronti delle altre monete europee. Alla fine di giugno esso era passato a FS 0,85 per marco, da una quotazione di FS 0,925 circa ai primi di marzo. Successivamente il franco è ridisceso rispetto al dollaro seguendo le monete dello SME, con una quotazione a pronti di FS 2,21 ai primi di agosto, circa 16% al di sotto del livello di metà marzo. In seguito alla riduzione del tasso ufficiale di sconto al 6,25% nel marzo 1981, i tassi d'interesse in Giappone erano i più bassi tra quelli dei paesi sviluppati, ed il differenziale rispetto ai tassi d'interesse USA era più ampio che altrove. Tuttavia, la forte posizione della bilancia dei pagamenti correnti insieme con il tasso d'inflazione basso e decrescente ha fatto sì che lo yen peggiorasse meno delle principali monete europee nei confronti del dollaro; tra metà marzo ed i primi di agosto la moneta giapponese si è deprezzata del 15%, raggiungendo una quotazione di yen 243,5.

La seconda fase principale dell'andamento del dollaro sul mercato dei cambi, durata dagli inizi di agosto sin verso la fine di novembre, ha segnato un parziale annullamento della precedente ascesa del dollaro, con una riduzione del 10,3% del suo tasso di cambio effettivo. Un insieme di fattori ha contribuito a questa netta inversione di tendenza sul mercato dei cambi. La posizione del dollaro sul mercato era divenuta in ogni caso tecnicamente vulnerabile in seguito al precedente ampio apprezzamento; oltre a ciò, l'evoluzione delle partite correnti delle bilance dei pagamenti, con il deterioramento della posizione degli Stati Uniti ed il continuo

miglioramento di quella del Giappone e della Germania, erano divenuti meno favorevoli per il dollaro. Al tempo stesso era in declino la fiducia accordata in precedenza dal mercato alle politiche economiche dell'Amministrazione Reagan, e in autunno si è avuta una decisa riduzione dei tassi d'interesse negli Stati Uniti e del differenziale dei tassi d'interesse a vantaggio del dollaro.

Germania e Stati Uniti:  
evoluzione del tasso di cambio a pronti e dei differenziali dei tassi d'interesse, 1980-82



<sup>1</sup> Medie settimanali delle quotazioni giornaliere a pronti (ordinata in scala logaritmica). <sup>2</sup> Tasso interbancario tedesco meno tasso sui CD negli USA (medie settimanali). <sup>3</sup> Tasso d'interesse sui titoli pubblici tedeschi a 10 anni meno il tasso sugli analoghi titoli USA (medie mensili).

Il marco tedesco ha iniziato a guadagnare terreno nei confronti del dollaro nella metà di agosto, ed agli inizi di ottobre aveva recuperato quasi il 18% rispetto al minimo di agosto, raggiungendo una quotazione di circa DM 2,18. L'andamento ascendente del franco svizzero è stato più pronunciato e più durevole, in parte grazie ad un ulteriore aumento - il quarto a partire dall'inizio di febbraio 1981 - del tasso ufficiale di sconto e del tasso sulle anticipazioni della Banca Nazionale Svizzera, portati all'inizio di settembre ai livelli storicamente elevati del 6 e 7,5% rispettivamente. Alla metà di novembre il cambio a pronti franco-dollaro era di FS 1,76: a quel punto esso superava del 26% il minimo di agosto raggiungendo il livello della fine del 1980. I diversi movimenti del marco e del franco svizzero

rispetto al dollaro, in questo periodo, hanno prodotto, tra agosto e novembre del 1981, un nuovo apprezzamento del franco nei confronti del marco, da FS 0,87 a FS 0,79, il livello piú alto dal settembre 1978.

La terza fase principale del dollaro sul mercato dei cambi è iniziata nel dicembre del 1981 e si è protratta sino alla metà di aprile del 1982. Durante questa fase il cambio effettivo del dollaro si è nuovamente apprezzato dell'11,9%, ossia in misura leggermente superiore al peggioramento subito tra l'agosto e il novembre 1981. La principale ragione che spiega il rinnovato vigore del dollaro è l'ampliamento a suo favore nei differenziali tra i tassi d'interesse. Alla fine di novembre del 1981 il premio dei tassi dell'eurodollaro a tre mesi sui tassi corrispondenti per il marco, il franco svizzero e lo yen si era ridotto rispettivamente a 1,5, 2,25 e 4,5 punti percentuali. A quel punto è intervenuto un nuovo aumento dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, accompagnato da riduzioni dei tassi negli altri paesi. A metà aprile 1982 il differenziale a favore del dollaro nei tassi a tre mesi sull'euromercato aveva raggiunto 6,5 punti percentuali nei confronti del marco tedesco, 10,5 punti percentuali nei confronti del franco svizzero, 9 punti percentuali nei confronti dello yen.

In questa terza fase il marco, il franco svizzero e la sterlina hanno seguito un andamento parallelo nei confronti del dollaro, deprezzandosi rispettivamente del 9,2, dell'11,3 e del 10,9%. Si può notare che in questo periodo il peggioramento del marco rispetto al dollaro è stato relativamente contenuto, nonostante il considerevole allargamento dei differenziali tra i tassi d'interesse, parte del quale è il risultato di un deliberato abbassamento dei tassi d'interesse in Europa. Le autorità tedesche, grazie al miglioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, avevano infatti riacquisito un certo margine per perseguire una politica autonoma dei tassi d'interesse. In questo periodo la debolezza dello yen nei confronti del dollaro è stata particolarmente pronunciata. Il suo tasso a pronti è peggiorato del 14% tra fine novembre e i primi di aprile, raggiungendo quasi la quotazione di yen 249, la piú bassa dall'aprile del 1980. La debolezza dello yen è stata in gran parte il risultato di deflussi di capitali molto consistenti, che hanno riflesso in parte il differenziale tra i tassi d'interesse ed in parte l'esportazione di capitali indotta dalla prospettiva di un inasprimento della normativa fiscale in Giappone.

Variazioni dei tassi di cambio nominali, gennaio 1981–aprile 1982

Monete	Tassi a pronti rispetto al dollaro	Tassi di cambio effettivi
	variazioni percentuali tra inizio gennaio 1981 e metà aprile 1982	
Dollaro USA . . . . .		+ 26,1
Franco belga . . . . .	- 32,2	- 16,6
Lira italiana . . . . .	- 31,1	- 16,0
Franco francese . . . . .	- 29,2	- 13,5
Lira sterlina . . . . .	- 27,7	- 12,5
Marco tedesco . . . . .	- 20,4	- 1,8
Yen giapponese . . . . .	- 19,6	- 6,4
Franco svizzero . . . . .	- 11,8	+ 8,0
Dollaro canadese . . . . .	- 3,7	+ 12,1

Considerando l'intero periodo che va dagli inizi di gennaio del 1981 alla metà di aprile del 1982, l'apprezzamento complessivo del tasso di cambio effettivo del dollaro è stato leggermente superiore al 26%. All'altro estremo dello spettro degli andamenti, i tassi di cambio effettivi del franco belga, della lira, del franco francese e della sterlina si sono deprezzati in misura variante dal 16,5 al 12,5%, mentre la loro quotazione in dollari ha segnato peggioramenti compresi fra il 32 e il 28%. Il peggioramento del valore esterno del marco tedesco e dello yen è stato molto più contenuto, specialmente in termini di cambio effettivo. Inoltre, mentre queste due monete si sono deprezzate in misura analoga rispetto al dollaro, il tasso di cambio effettivo dello yen ha registrato una flessione maggiore di quella del marco tedesco; ciò è stato il riflesso sia della più stretta connessione dell'economia giapponese con quella degli Stati Uniti, sia dell'apprezzamento del marco nei confronti delle monete di altri paesi appartenenti allo SME che sono importanti *partners* commerciali della Germania. Il franco svizzero, grazie al suo miglioramento rispetto a tutte le altre valute europee, compreso il marco tedesco, tra il gennaio 1981 e l'aprile 1982 si è invece apprezzato dell'8% sulla base del cambio effettivo, mentre il suo peggioramento nei confronti del dollaro è stato relativamente contenuto. Come conseguenza dell'elevato livello dei tassi d'interesse interni e degli afflussi netti di capitali, il peggioramento del dollaro canadese nei confronti del dollaro USA è stato di molto inferiore perfino a quello del franco svizzero, e il suo tasso di cambio effettivo si è apprezzato del 12% circa.

A partire da metà aprile la graduale riduzione dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, dovuta alla persistente debolezza dell'economia americana ed alle speranze di un corso più restrittivo nella politica di bilancio, ha determinato un cambiamento nella situazione del mercato. Nonostante il simultaneo allentamento della politica monetaria in alcuni altri paesi industriali, tra la metà di aprile e la seconda settimana di maggio il tasso di cambio effettivo del dollaro è sceso di quasi il 5%. Su base bilaterale, il deprezzamento del dollaro si situava fra il 4,5% nei confronti del franco svizzero e il 6,5% nei confronti dello yen. Intorno alla metà di maggio, tuttavia, il dollaro ha ripreso a manifestare un rinnovato vigore.

Dopo un periodo di stabilità dei tassi centrali nominali dei paesi partecipanti, iniziato alla fine del 1979 e continuato per tutto l'anno successivo, i rapporti di cambio delle monete che fanno parte del *meccanismo dei tassi di cambio del Sistema monetario europeo* sono stati oggetto di tre riallineamenti. Con effetto dal 23 marzo 1981, la lira è stata svalutata del 6% nei confronti di tutte le altre monete partecipanti. All'inizio di ottobre del 1981, il marco tedesco e il fiorino olandese sono stati rivalutati del 5,5% nei confronti della corona danese, del franco belga e della sterlina irlandese, mentre i tassi centrali del franco francese e della lira sono stati abbassati del 3% nei confronti delle stesse tre monete. Con decorrenza dal 22 febbraio del 1982, infine, il franco belga e la corona danese sono stati svalutati rispettivamente dell'8,5 e del 3% nei confronti delle altre monete dello SME.

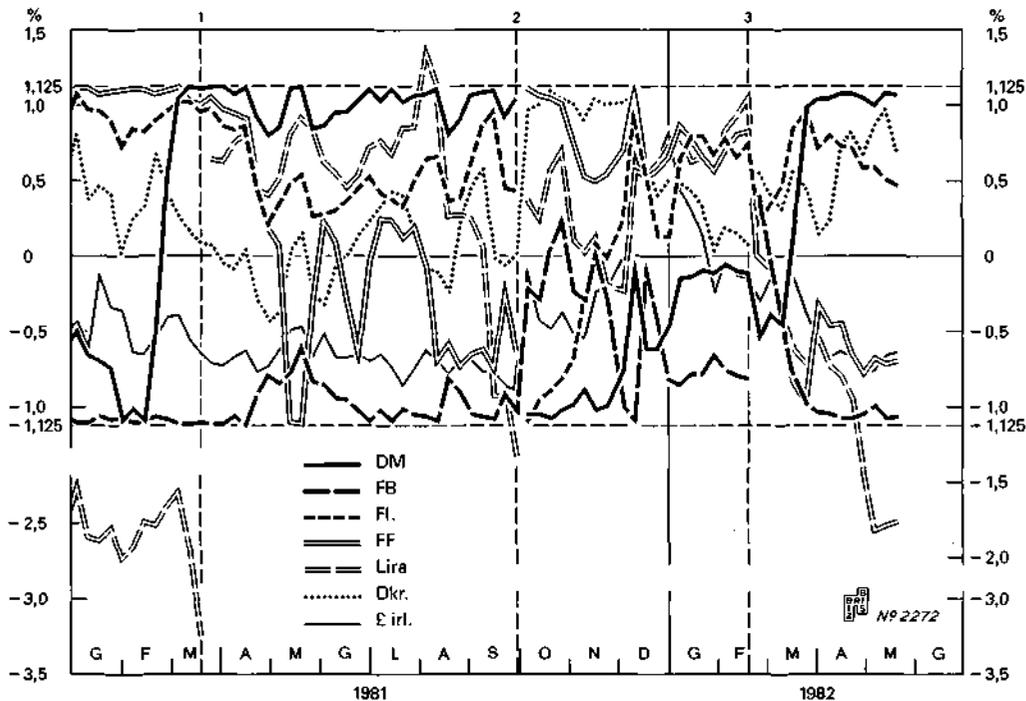
Analizzando l'andamento nel corso del periodo sotto rassegna è possibile individuare un certo numero di fasi differenti. La prima di queste, che comprende il gennaio e la prima metà di febbraio del 1981, è stata in realtà il seguito della situazione prevalsa durante gran parte del 1980, caratterizzata dalla persistente debolezza del marco e dalla posizione del franco francese e del fiorino olandese come monete più forti nel sistema. Nelle prime sette settimane del 1981 il marco

tedesco è stato oggetto di pesanti pressioni, raggiungendo talvolta il limite inferiore d'intervento e richiedendo un massiccio sostegno, mentre il franco francese e il fiorino olandese continuavano a mantenersi al limite superiore della fascia di oscillazione. In questa fase – così come in gran parte del periodo considerato – la moneta più debole nel sistema è stata il franco belga.

Alla metà di febbraio la politica monetaria tedesca è stata decisamente inasprita. Da quel momento il marco tedesco ha iniziato a salire sia nella fascia dello SME sia nei confronti del dollaro. Prima della metà di marzo esso aveva raggiunto il proprio limite superiore d'intervento nei confronti del franco belga ed è rimasto la moneta più forte nel sistema per la maggior parte di questa seconda fase, durata fino al riallineamento dei tassi centrali in ottobre. Il rafforzamento del marco tedesco è stato presto seguito, verso la fine di marzo, da una svalutazione del 6% della lira, e a partire da aprile il franco francese si è indebolito nettamente, raggiungendo il proprio limite inferiore d'intervento a metà maggio, dopo le elezioni presidenziali. Nella seconda parte del mese il franco si è ripreso, grazie a provvedimenti di controllo dei cambi e ad aumenti nei tassi d'interesse interni. Il fiorino olandese, anche se influenzato in certa misura dalla solidità del marco tedesco, si è mantenuto nella parte superiore della fascia di oscillazione, così come la lira che ha tratto beneficio da un miglioramento (in parte di natura stagionale) della bilancia dei pagamenti italiana. Ai primi di agosto, quando è intervenuto il punto di svolta sul

**Tassi di cambio a pronti nel meccanismo dei tassi di cambio dello SME, 1981-82**

Medie settimanali delle monete dei paesi partecipanti rispetto al loro limite di intervento; in percentuale



<sup>1</sup> Con decorrenza dal 23 marzo 1981, la lira italiana è stata svalutata del 6% nei confronti delle altre monete del sistema. <sup>2</sup> Con decorrenza dal 5 ottobre 1981, il marco tedesco ed il fiorino olandese sono stati rivalutati del 5,5%, e il franco francese e la lira sono stati svalutati del 3% nei confronti della corona danese, del franco belga e della sterlina irlandese. <sup>3</sup> Con decorrenza dal 22 febbraio 1982 il franco belga e la corona danese sono stati svalutati rispettivamente dell'8,5 e del 3% nei confronti delle altre monete del sistema.

mercato del dollaro, il franco francese ha iniziato nuovamente a muoversi verso il basso ed è stato presto seguito dalla lira. Nelle settimane che hanno preceduto il riallineamento di ottobre queste due monete, insieme alla sterlina irlandese ed al franco belga, sono state le più deboli nel sistema.

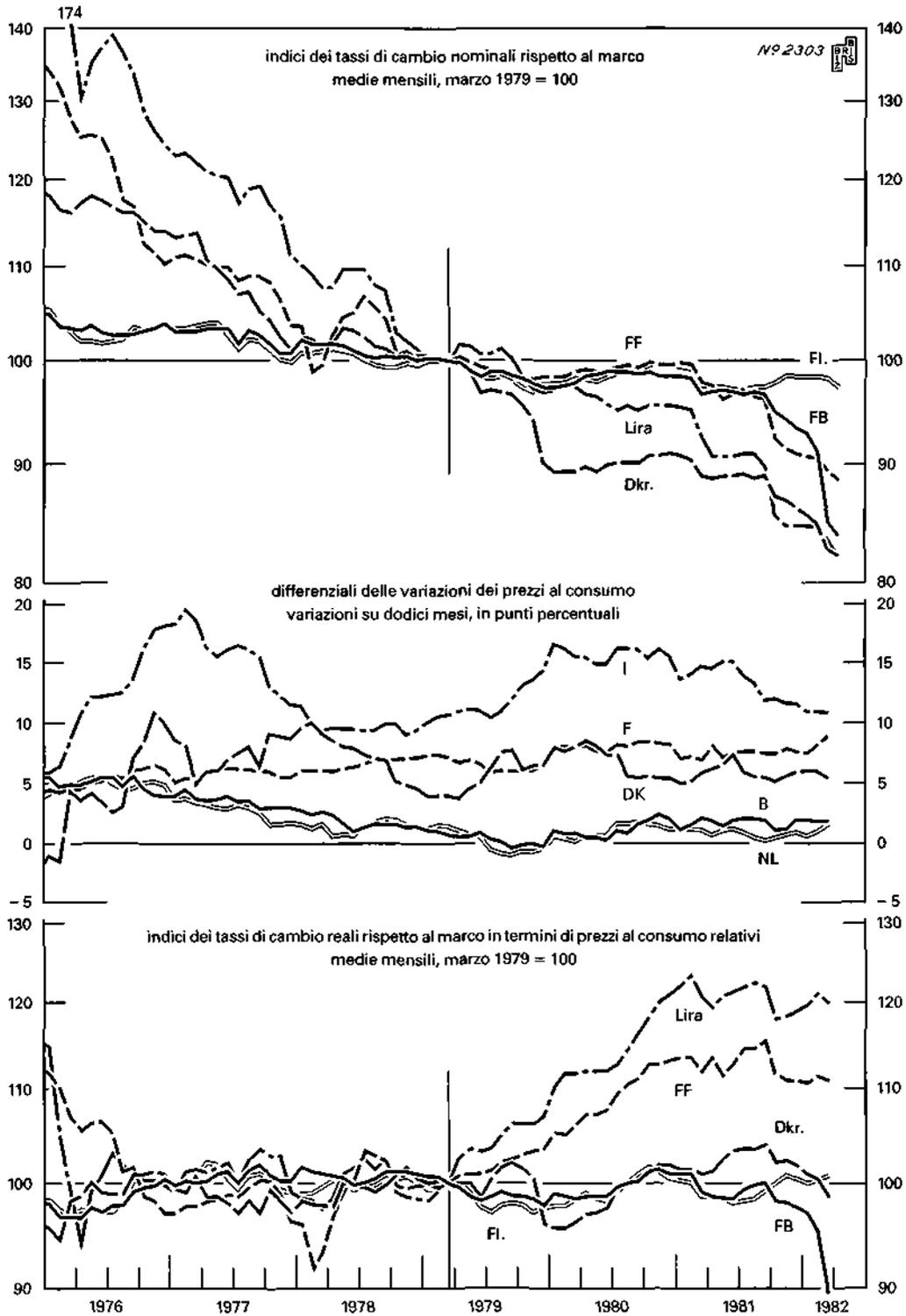
Il riallineamento dei tassi centrali ha dato avvio ad una nuova fase. Il marco tedesco ed il fiorino sono caduti al limite inferiore della fascia, e le pressioni sul marco, particolarmente pesanti, hanno reso necessari importanti interventi ufficiali. Il franco francese, d'altro canto, immediatamente dopo il riallineamento si è portato al suo limite superiore d'intervento ed è rimasto una delle monete più forti del sistema per alcuni mesi, insieme alla corona danese ed alla lira. Il recupero del franco belga è stato più contenuto e di più breve durata. In ottobre quest'ultimo si trovava intorno alla metà della fascia ma, agli inizi di dicembre, è caduto nuovamente al limite inferiore d'intervento. Verso la fine dell'anno il marco tedesco ha iniziato a rafforzarsi nuovamente, pur rimanendo nella metà inferiore della fascia.

Nei primi mesi del 1982 il franco belga è stato la moneta più debole del sistema, mentre le più forti sono state la lira, il franco francese ed il fiorino. Tuttavia, in questo periodo, la fascia effettiva delle monete dello SME era notevolmente più ristretta dell'intervallo massimo consentito, pari al 2,25%. Pertanto, la svalutazione in febbraio del franco belga e della corona danese è stata effettuata non in un contesto di forti pressioni su queste monete all'interno del sistema, ma piuttosto, nel caso del franco belga, nel quadro di una politica di stabilizzazione di più lungo periodo e, nel caso della corona danese, come misura precauzionale.

Immediatamente dopo il riallineamento, le due monete svalutate si sono portate al limite superiore della fascia. Ben presto, però, il franco belga ha iniziato a indebolirsi nuovamente, seguito dalla corona danese verso la fine di marzo. A quel momento il marco tedesco e il fiorino erano ridivenute le monete più forti, e la corona danese è stata l'unica altra moneta a mantenersi nella metà superiore della fascia di oscillazione; nella seconda parte di marzo il marco tedesco ha raggiunto il suo limite superiore d'intervento ed è rimasto vicino ad esso fino a metà maggio. Dalla fine di marzo in avanti il franco belga è stato nuovamente assai debole ed ha toccato più volte il suo limite inferiore d'intervento. Il franco francese è caduto al suo limite inferiore d'intervento a metà marzo per poi recuperare leggermente quando le autorità hanno fatto ricorso a nuovi aumenti dei tassi d'interesse ed a restrizioni valutarie. Da metà marzo in poi anche la lira è divenuta oggetto di pesanti pressioni, e le autorità italiane hanno preso analoghe misure di sostegno.

Il mese di marzo del 1982 ha segnato il compimento del terzo anno di esistenza del Sistema monetario europeo. I capi di governo dei paesi della CEE, in un comunicato rilasciato dopo l'incontro di Brema del luglio 1978, avevano indicato come obiettivo la creazione di una più stretta cooperazione monetaria che conducesse ad una zona di stabilità monetaria in Europa: in quale misura è possibile dire che lo SME ha conseguito questo obiettivo? Una siffatta zona di stabilità monetaria implica una ragionevole stabilità dei tassi di cambio nominali entro lo SME, ossia che le eventuali variazioni dei tassi centrali dichiarati delle monete partecipanti non devono essere né troppo ampie né troppo frequenti. Ciò, a sua volta, richiede due condizioni. La prima è una convergenza verso il basso dei tassi

**Evoluzione dei tassi di cambio nominali  
e reali delle altre monete dello SME rispetto al marco tedesco e dei differenziali  
d'inflazione tra gli altri paesi membri dello SME e la Germania, 1976-82**



interni d'inflazione nell'ambito dei paesi che appartengono al sistema, poiché altrimenti i tassi di cambio reali subirebbero variazioni tali da rendere necessari aggiustamenti dei tassi centrali nominali di dimensioni incoerenti con l'obiettivo di una ragionevole stabilità. La seconda condizione è che i rapporti tra i tassi di cambio nominali all'interno del sistema non siano destabilizzati da influenze perturbatrici esterne al sistema stesso, ed in particolare da marcate divergenze nei rapporti delle singole monete partecipanti nei confronti del dollaro.

Per quanto riguarda l'obiettivo della stabilità dei tassi di cambio nominali, il primo dei grafici a pagina 161 mostra che l'obiettivo stesso è stato conseguito, in una misura ragionevole, durante i primi due anni e mezzo di vita del sistema, fino all'ottobre del 1981. I rapporti di cambio nominali fra la lira, il franco francese e la corona danese da un lato e il marco dall'altro, sono stati molto più stabili in questo periodo che prima del marzo 1979, mentre i rapporti tra le monete del Benelux e il marco tedesco hanno mostrato una stabilità analoga a quella esistita nel quadro della precedente fluttuazione congiunta delle monete europee nei confronti del dollaro. Dall'ottobre del 1981 è diminuita la relativa stabilità nei tassi di cambio nominali all'interno del sistema e in meno di sei mesi hanno avuto luogo due riallineamenti dei tassi centrali.

Il secondo dei grafici mostra che la relativa stabilità dei tassi di cambio nominali sin verso la fine del 1981 non si è accompagnata ad un'effettiva convergenza nei tassi d'inflazione interna dal marzo del 1979, ad eccezione dei paesi del Benelux, dove questa convergenza era già stata raggiunta all'avvio del sistema. Questo periodo di ragionevole stabilità dei tassi nominali è in larga misura attribuibile alla debolezza del marco tedesco, mentre per un certo tempo gli andamenti delle bilance dei pagamenti hanno sopravanzato l'influsso dei differenziali d'inflazione. Non molto tempo dopo che il marco aveva ripreso a rafforzarsi nel sistema, a partire dal febbraio 1981, le divergenze tra i tassi di cambio reali, poste in luce nel terzo grafico, hanno iniziato a generare tensioni sui tassi di cambio nominali, culminate nei riallineamenti dianzi citati.

Per quanto riguarda gli effetti dei riallineamenti avvenuti nel 1981 e agli inizi del 1982 sulla struttura dei tassi di cambio reali nell'ambito del sistema, il terzo grafico mostra che i tassi di cambio reali del franco francese e della lira nei confronti del marco tedesco sono ancora nettamente al disopra dei livelli del marzo 1979, mentre la svalutazione del franco belga del febbraio 1982 ha portato il tasso di cambio reale di quella moneta nei confronti del marco al disotto del livello del marzo 1979. Per quanto concerne il franco francese e la lira, mentre i loro riallineamenti nel 1981 sono legati ai differenziali d'inflazione, è possibile che nel 1979 il tasso di cambio reale di queste monete nei confronti del marco fosse relativamente favorevole. La svalutazione belga del febbraio 1982, al contrario, non è stata indotta dai differenziali d'inflazione. E' stata piuttosto resa necessaria da tre anni di crescenti disavanzi nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti, determinati da una struttura industriale non in grado di sostenere le difficoltà di un periodo di ristagno economico internazionale; questi disavanzi hanno fatto sì che il franco fosse la moneta più debole nel sistema per gran parte del periodo iniziato nel marzo 1979, richiedendo il sostegno di massicci interventi ufficiali sul mercato dei cambi e di tassi d'interesse a livelli elevati in relazione alle esigenze dell'equilibrio economico interno.

Per ciò che riguarda l'isolamento delle monete partecipanti allo SME dagli shock esterni, la relativa stabilità dei tassi di cambio nominali all'interno del sistema nei tre anni passati contrasta nettamente, anche dopo l'ottobre 1981, con i movimenti dei cambi di queste monete rispetto al dollaro. Inoltre le fluttuazioni giornaliere dei tassi di cambio all'interno del sistema sono state molto più contenute di quelle rispetto al dollaro. L'assenza di shock esterni sulla stabilità del sistema a partire dal marzo 1979 è legata alla forza del dollaro nei confronti del marco tedesco durante gran parte del periodo. Il sistema verrà effettivamente messo alla prova, per quanto riguarda la sua vulnerabilità alle perturbazioni esterne, allorquando si manifesterà un nuovo e prolungato periodo di debolezza del dollaro nei confronti del marco.

Tutto considerato, valutando il funzionamento del meccanismo dei tassi di cambio nello SME, nei primi tre anni della sua esistenza, si può affermare che per gran parte del periodo la debolezza della bilancia dei pagamenti tedesca ha reso possibile una ragionevole stabilità dei tassi di cambio nominali, nonostante la presenza di alcuni consistenti differenziali nei tassi d'inflazione tra i paesi aderenti al sistema. Per il futuro tuttavia la stabilità dovrà derivare dal raggiungimento e dal mantenimento di una convergenza verso il basso dei tassi d'inflazione.

#### **La variabilità giornaliera dei tassi di cambio a pronti del dollaro**

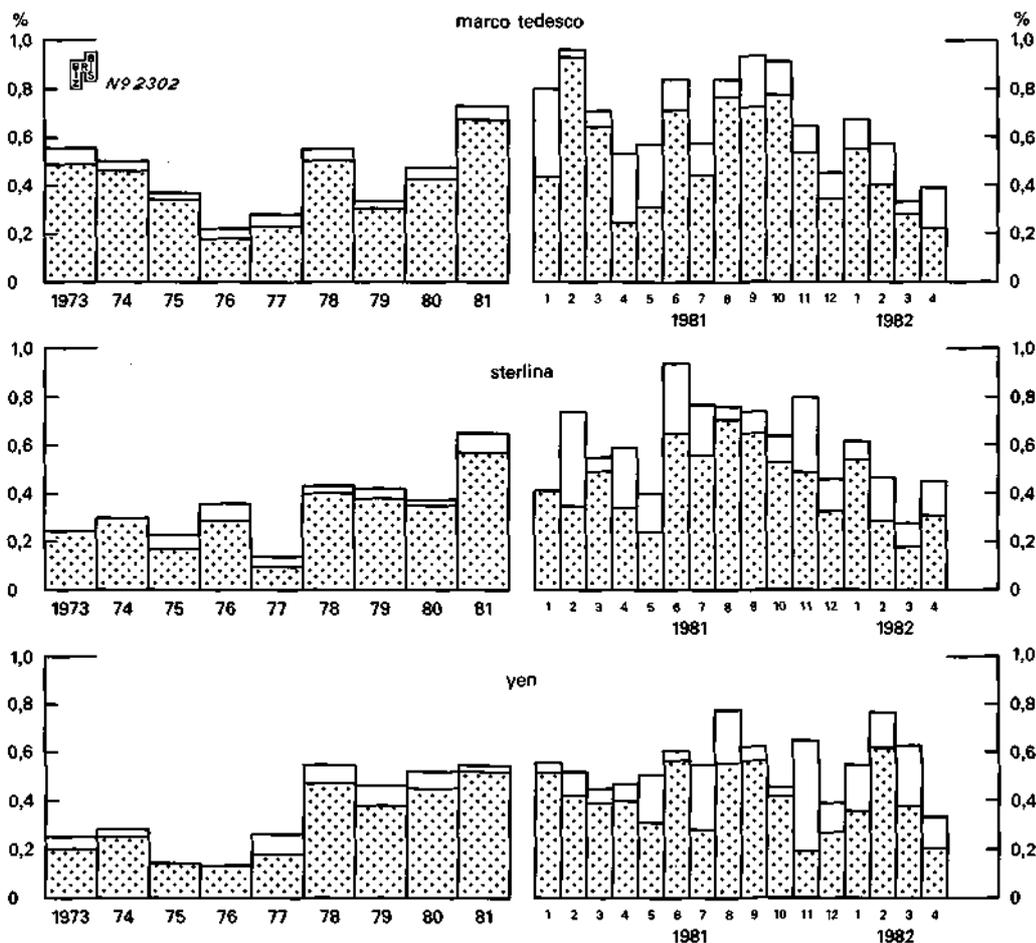
In aggiunta alle ampie fluttuazioni analizzate precedentemente, che interessano periodi da uno a sette mesi, i tassi di cambio del dollaro sono stati caratterizzati da una pronunciata variabilità di breve periodo, sia da un giorno all'altro, sia nel corso della stessa giornata. I grafici che seguono mostrano, per il 1981 e per i primi quattro mesi del 1982, le medie mensili delle variazioni giornaliere dei tassi di cambio a pronti del marco tedesco, dello yen e della sterlina nei confronti del dollaro, nonché le medie annuali delle stesse variazioni giornaliere per gli anni dal 1973 al 1981. Le diverse medie sono presentate sia sulla base di dati grezzi che sulla base di dati corretti per escludere la componente di *trend*, mensile ed annuale.

Se si considerano innanzitutto le medie annuali per l'intero periodo dall'inizio della fluttuazione del dollaro, mentre gli andamenti passati delle tre monete riportate nel grafico sono stati in parte piuttosto differenti, non vi è alcuna indicazione di una tendenza nel più lungo periodo alla riduzione dell'ampiezza delle fluttuazioni giornaliere. Per tutte e tre le monete, nel 1981 la variazione media giornaliera del cambio del dollaro è stata più ampia che nel 1973, primo anno di fluttuazione. Sul mercato a pronti marco-dollaro, per esempio, il numero dei giorni di contrattazione in cui il tasso di cambio ha registrato variazioni uguali o superiori allo 0,5% è stato pari al 54% del totale, mentre nel 1973 era stato del 34%. Ciò potrebbe indicare che l'instabilità giornaliera dei tassi è in qualche modo un aspetto intrinseco del sistema dei cambi fluttuanti.

Tuttavia, durante i primi anni del regime di fluttuazione sembrava esservi qualche indicazione, particolarmente per quanto concerne il cambio a pronti marco-dollaro, che gli operatori di mercato stessero acquisendo un'augmentata capacità di operare senza scosse in un sistema di tassi variabili. Dopo il 1973, superata l'iniziale turbolenza connessa alla transizione da un sistema di parità fisse a un regime di

Variabilità giornaliera di alcuni tassi di cambio a pronti del dollaro, 1973-82

Medie annuali e mensili



Nota: La variabilità è definita come la media delle variazioni percentuali giornaliere nei tassi di cambio a pronti, aggiustata per l'asimmetria delle variazioni percentuali in casi di apprezzamento e deprezzamento. Le colonne ombreggiate sono corrette per eliminare la componente di trend, così da escludere quella parte del movimento mensile o annuale che può essere attribuito alla variazione totale del mese o dell'anno considerato.

cambi fluttuanti, l'ampiezza media delle variazioni giornaliere sul mercato marco-dollaro si è ridotta costantemente fino al 1976. Il nuovo indebolimento del dollaro nella seconda metà del 1977 e nel 1978 si è invece associato ad un ritorno a oscillazioni medie giornaliere della stessa ampiezza che nel 1973. La più attiva politica nei confronti del tasso di cambio del dollaro, adottata dalle autorità degli Stati Uniti verso la fine del 1978, è stata a sua volta seguita nel 1979 da una nuova riduzione nella variabilità giornaliera del tasso di cambio a pronti marco-dollaro; la variabilità è aumentata nuovamente nel 1980 e nel 1981, anni contraddistinti da un forte rafforzamento del dollaro e, a partire dagli inizi del 1981, dall'adozione da parte delle autorità statunitensi di una politica generalmente di "non intervento" sul dollaro. Nel corso del 1978, e nuovamente nel 1981, l'aumentata variabilità del tasso a pronti marco-dollaro è stata accompagnata da andamenti simili nei tassi di cambio a pronti sterlina-dollaro e yen-dollaro.

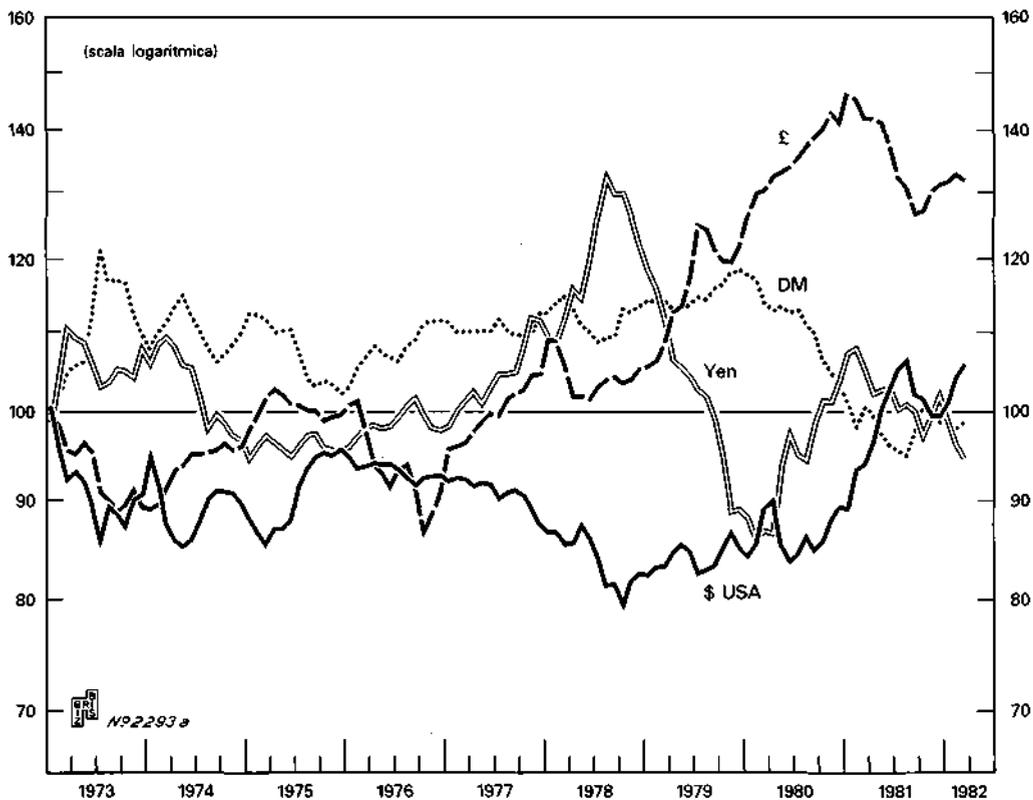
Nel corso del 1981 la variabilità giornaliera del tasso a pronti marco-dollaro ha raggiunto il livello piú elevato nel mese di febbraio, allorché la precedente posizione di forza del dollaro si è temporaneamente ribaltata, e nel periodo tra agosto e ottobre, quando il dollaro ha dapprima raggiunto un massimo nei confronti del marco ed ha quindi iniziato a scendere. Si può notare che dagli inizi del 1982 la variabilità giornaliera di tutti e tre i tassi riportati nel grafico ha mostrato una tendenza alla diminuzione, specialmente per quanto riguarda il tasso a pronti marco-dollaro. Tra il terzo trimestre 1981 e il primo trimestre 1982, il numero di giorni di contrattazione in cui il tasso di cambio marco-dollaro ha registrato una variazione inferiore allo 0,5% è passato dal 36 al 60% del totale. E' troppo presto per valutare se ciò sia un fenomeno temporaneo oppure significhi, per esempio, che i mercati stanno imparando a convivere con la politica statunitense di non intervento praticamente totale.

### Le variazioni dei tassi di cambio reali e le posizioni competitive internazionali

Nel periodo 1981-82 l'evoluzione dei tassi di cambio nominali delle principali monete, illustrata nella tabella di pagina 157, è stata accompagnata da ulteriori variazioni nei tassi di cambio reali. I grafici che seguono mostrano l'andamento dei tassi di cambio reali su base effettiva del dollaro, del marco tedesco, dello yen e

Andamenti dei tassi di cambio reali effettivi per alcuni paesi industriali, in termini di prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti industriali, 1973-82

Medie mensili: indici, dicembre 1972 = 100



della sterlina sia durante il periodo suddetto, sia dalla fine del 1972, cioè poco prima del definitivo abbandono del sistema di cambi fissi di Bretton Woods. Il primo grafico mostra, per le quattro monete in esame, l'andamento dei tassi di cambio effettivi, aggiustati in base alle variazioni relative dei prezzi all'ingrosso dei prodotti industriali nei paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera; il secondo grafico mostra i tassi di cambio effettivi, aggiustati in base alle variazioni relative del costo del lavoro per unità di prodotto. Giacché gli indici che stanno alla base di questi calcoli non sono affatto precisi, né del tutto comparabili sul piano internazionale, i movimenti dei tassi evidenziati nei grafici hanno più che altro un valore indicativo.

Dalla fine del 1980, il dollaro ha registrato la variazione di gran lunga più ampia nel tasso di cambio reale, con un apprezzamento leggermente superiore al 21% in termini di prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti industriali, e del 25,5% in termini di costi relativi del lavoro per unità di prodotto. Il deprezzamento della sterlina, in termini reali, è stato pari al 17% sulla base dei costi relativi unitari del lavoro, ed al 9,5% sulla base dei prezzi relativi all'ingrosso. Il deprezzamento del cambio reale dello yen, all'incirca uguale su entrambe le basi, è stato dell'11-12%. Nel caso del marco, per contro, il peggioramento in termini reali è stato piuttosto contenuto: 5,5% in termini di costi relativi unitari del lavoro e solo 3% in termini di prezzi all'ingrosso.

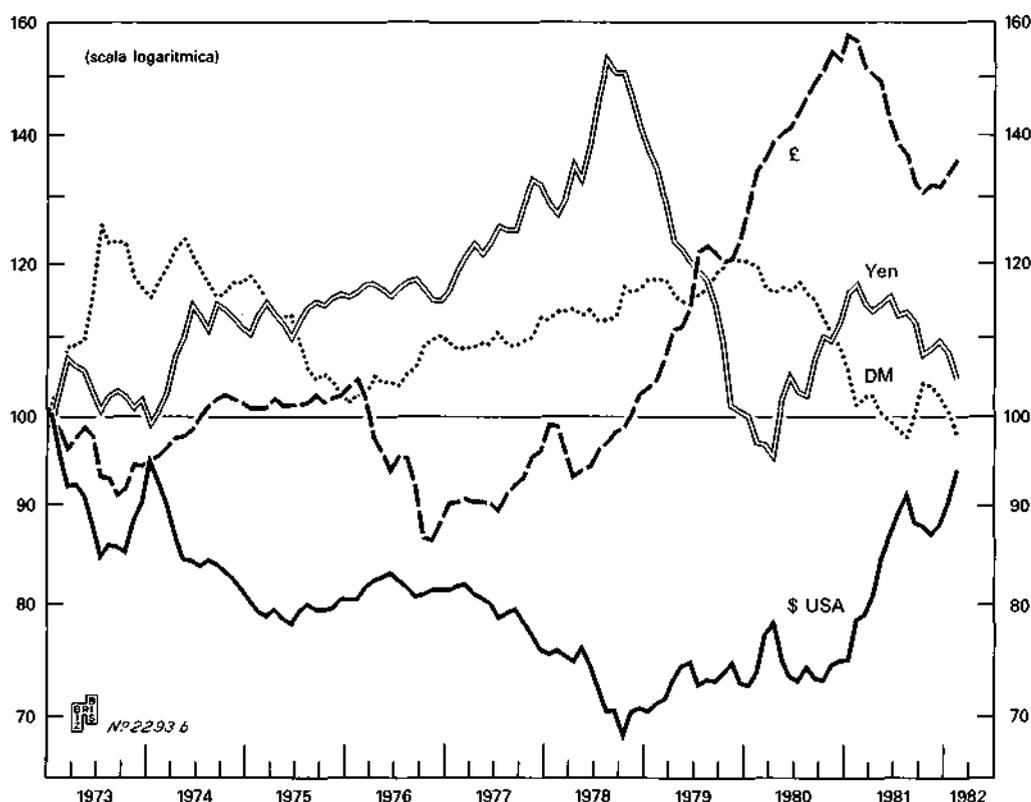
Mentre il deprezzamento dello yen e della sterlina dalla fine del 1980 ha rappresentato un'inversione della precedente tendenza, l'apprezzamento del dollaro ed il deprezzamento del marco tedesco hanno costituito la continuazione di movimenti iniziati in precedenza. In realtà, tra l'ottobre del 1978 e la fine del marzo 1982, il tasso di cambio reale del dollaro, su entrambe le basi indicate nei grafici, si era apprezzato in misura superiore al 35%. Nel caso del marco, il peggioramento nel corso del 1981 e del primo trimestre del 1982 ha portato rispettivamente al 15,5 e al 15%, sulle due diverse basi, il deprezzamento complessivo del tasso di cambio reale di questa moneta, a partire dalla fine del 1979.

Considerati alla luce degli sviluppi nell'intero periodo dalla fine del regime di cambi fissi, questi movimenti del dollaro e del marco tedesco rappresentano la continuazione delle ampie fluttuazioni nei tassi di cambio reali che hanno caratterizzato gli ultimi nove anni. Per tutto questo arco di tempo i grafici riportati evidenziano due fenomeni: l'ampiezza dei movimenti nei tassi di cambio reali per tutte e quattro le monete; il fatto che per queste monete, ad eccezione della sterlina, i tassi di cambio reali a fine marzo 1982 non si discostavano dal livello di fine 1972.

Le variazioni nei tassi di cambio reali sono di per sé un elemento essenziale nel processo di aggiustamento internazionale, allorché la bilancia dei pagamenti di un paese si trova in una situazione di grave squilibrio. Inoltre, si può affermare che queste variazioni sono divenute ancor più necessarie dopo i primi anni settanta, in conseguenza degli shock petroliferi, dell'aumentata instabilità dei tassi d'interesse e dei divergenti sviluppi economici ed extra-economici nei diversi paesi. Infatti, alcune variazioni nei tassi di cambio reali avvenute negli ultimi nove anni hanno favorito necessari processi d'aggiustamento nelle bilance dei pagamenti. Per esempio, all'inizio del periodo considerato dal grafico, il dollaro era chiaramente sopravvalutato ed il marco sottovalutato, dal momento che vi erano scarse possibilità di eliminare il disavanzo corrente degli Stati Uniti e l'eccedenza tedesca, senza un deprezzamento del dollaro e un apprezzamento del marco in termini reali.

Andamenti dei tassi di cambio reali effettivi per alcuni paesi industriali,  
in termini di costi relativi unitari del lavoro, 1973-82

Medie mensili: indici, dicembre 1972 = 100



Tuttavia, è altrettanto evidente che una notevole parte delle variazioni dei cambi reali dalla fine del 1972 è stata ingiustificata dal punto di vista del processo di aggiustamento. L'esempio più ovvio in questo senso è rappresentato dall'apprezzamento della sterlina tra la fine del 1976 e gli inizi del 1981, ammontato a quasi il 70% in termini di prezzi all'ingrosso e a oltre l'80% in termini di costo unitario del lavoro. Nel caso del marco tedesco, il suo apprezzamento in termini reali tra la fine del 1972 ed il 1979 è stato del 20% circa, ed ha chiaramente contribuito (insieme al secondo shock petrolifero) all'emergere di un ampio deficit della bilancia di parte corrente tedesca, mentre il successivo deprezzamento fino all'agosto del 1981 è stato chiaramente eccessivo. Le fluttuazioni del tasso di cambio reale dello yen negli ultimi nove anni sono state più ampie di quelle del marco tedesco. Nell'agosto del 1978 l'apprezzamento in termini reali dello yen, che dalla fine del 1972 era di oltre il 50% in termini di costi relativi unitari del lavoro, era divenuto eccessivo, e lo stesso giudizio può essere espresso sul susseguente deprezzamento, che nell'aprile 1980 aveva superato il 35% sulla stessa base. Infine, se il dollaro era alquanto sopravvalutato alla fine del 1972, quasi sei anni dopo, verso la fine del 1978, si riteneva comunemente che il suo deprezzamento reale, superiore al 30% in termini di costo unitario del lavoro, era divenuto eccessivo.

Vi sono pochi dubbi sul fatto che questi eccessivi movimenti nei tassi di cambio reali si sono verificati in parte a causa di una tendenza dei cambi nominali, una volta messi in moto, ad attivare forze che inducono ulteriori movimenti nella stessa direzione. In altre parole, i movimenti dei tassi hanno mostrato la tendenza ad acquistare una dinamica autonoma. Vi sono numerose ragioni alla base di questo fenomeno. Innanzitutto la scarsa elasticità delle curve di offerta e di domanda di beni e servizi oggetto di interscambio fa sì che le variazioni dei tassi di cambio che sono appropriate per correggere gli squilibri delle bilance correnti tendono, nel breve periodo, ad amplificare gli squilibri stessi e a produrre ulteriori movimenti — verso l'alto o verso il basso a seconda dei casi — nei tassi di cambio. In secondo luogo, al verificarsi di forti ribassi nei tassi di cambio nominali, l'effetto sui prezzi interni ha teso in taluni casi ad innescare circoli viziosi di crescente inflazione e deprezzamento del cambio. In terzo luogo, va considerato che gli operatori sui mercati dei cambi non conoscono qual è per una moneta il tasso di cambio di equilibrio nel più lungo periodo e, anche se lo conoscessero, non potrebbero permettersi di operare su questa base, giacché è troppo elevato il rischio di incorrere in perdite nel breve termine particolarmente in periodi, come gli ultimi nove anni, caratterizzati da grandi cambiamenti e incertezze di natura economica e politica.

Una tesi per spiegare la variabilità dei tassi di cambio a partire dai primi anni settanta è che questa sia stata in larga misura causata dal comportamento delle autorità. Secondo questa tesi, ad esempio, gli interventi sul mercato dei cambi sono considerati destabilizzanti, in quanto interferiscono nel corretto funzionamento del mercato. Non è facile trovare nei fatti una conferma di questa tesi. E' vero che in diversi casi il massiccio intervento ufficiale sui mercati dei cambi non ha evitato ampie fluttuazioni delle monete. Ciò non significa tuttavia che gli interventi siano stati essi stessi la causa dell'instabilità. La decisione delle autorità statunitensi, verso la fine del 1978, di intervenire in misura consistente sul mercato dei cambi si basava sull'esperienza di movimenti eccessivi dei cambi in assenza di interventi ufficiali, mentre la più recente decisione dell'attuale Amministrazione americana, agli inizi del 1981, di astenersi praticamente da qualsiasi intervento sul mercato dei cambi è stata seguita da un aumento, e non da una diminuzione, dell'instabilità dei tassi sul mercato del dollaro.

Se quindi negli ultimi nove anni buona parte dell'instabilità nei tassi di cambio non è stata giustificata dal punto di vista dei processi di aggiustamento internazionale, resta da domandarsi se essa è stata veramente di grave danno. Su questo punto le opinioni divergono, giacché è possibile soltanto valutare, ma non misurare, gli effetti economici dell'instabilità delle monete. Tuttavia, considerando la questione in termini generali, è difficilmente immaginabile che variazioni molto ampie nei prezzi, che dal punto di vista macro-economico sono importanti quanto i tassi di cambio (più importanti per taluni paesi del prezzo del petrolio) possano non comportare costi per l'economia.

Un elemento di questi costi è legato all'incertezza generata dalle fluttuazioni del tasso di cambio. Se non è possibile conoscere con sufficiente certezza cosa ne sarà del tasso di cambio, come può aver luogo un'allocazione ottimale delle risorse attraverso il meccanismo dei prezzi? Inoltre, l'incertezza circa il tasso di cambio, elevando il premio per il rischio, può esercitare un effetto frenante sulle decisioni di investimento, sia all'interno che all'estero, dal momento che le decisioni prese sulla

base di un'errata valutazione in termini di tasso di cambio possono risultare estremamente svantaggiose.

Un altro costo, per cui esistono prove più concrete, è legato alle conseguenze dei movimenti eccessivi dei tassi di cambio. Per ciò che riguarda il deprezzamento, come già detto, una variazione eccessiva del tasso di cambio rende più difficile il perseguimento di politiche antinflazionistiche, mentre per quanto riguarda l'apprezzamento, essa può avere effetti negativi sul livello di attività economica.

Un altro pericolo connesso ai movimenti eccessivi del tasso di cambio è che essi possono creare le premesse di nuovi squilibri e di un'ulteriore instabilità nel tasso di cambio. Questa considerazione è particolarmente rilevante nel momento attuale, in cui i tassi di cambio reali effettivi del dollaro, del marco tedesco e dello yen non sono lontani dai livelli di fine 1972. A quell'epoca, la struttura dei tassi di cambio costituì un importante fattore del crollo del sistema di cambi fissi. Resta da vedere se la struttura attuale è più solida o se essa sarà invece seguita da ulteriori sommovimenti dei cambi.

### La produzione ed il mercato dell'oro

Gli sviluppi sul mercato dell'oro nel periodo sotto rassegna sono stati dominati dal protrarsi del forte ribasso del prezzo del metallo, incominciato agli inizi del 1980. Le quotazioni sul mercato di Londra si sono ridotte quasi del 50%, passando da un livello superiore a \$600 per oncia agli inizi del gennaio 1981 a \$312 per oncia a metà marzo 1982. Il prezzo ha subito pressioni, dal lato dell'offerta, a causa di un aumento (stimato in 185 tonnellate metriche tra il 1980 ed il 1981) dell'oro disponibile per impieghi non monetari e, dal lato della domanda, per effetto dell'elevato livello dei tassi d'interesse, della connessa forza del dollaro, dell'indebolimento dei prezzi del petrolio e di una riduzione sia dei tassi d'inflazione sia delle aspettative inflazionistiche nei paesi industriali.

Produzione mondiale di oro. (Stime)

Paesi	1929	1940	1946	1953	1970	1978	1979	1980	1981
	tonnellate metriche								
Sud Africa . . . . .	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	706,4	705,4	675,1	657,6
Canada . . . . .	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	54,0	51,1	50,6	49,5
Stati Uniti . . . . .	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	31,1	30,2	29,6	40,6
Brasile . . . . .	3,3	4,7	4,4	3,6	9,0	22,0	25,0	35,0	35,0
Filippine . . . . .	5,1	34,9	-	14,9	18,7	18,2	16,7	20,4	23,4
Colombia . . . . .	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	9,0	10,0	17,0	17,7
Australia . . . . .	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	20,0	18,2	16,9	17,5
Papua-Nuova Guinea	.	.	.	.	0,7	23,4	19,7	14,3	17,2
Rep. Dominicana . . .	.	.	.	.	-	10,8	11,0	11,5	12,8
Cile . . . . .	0,8	10,4	7,2	4,1	1,6	3,3	4,3	6,5	11,4
Zimbabwe . . . . .	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	10,8	11,8	11,3	11,3
Ghana . . . . .	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	12,5	11,1	11,0	10,4
Perù . . . . .	3,8	8,7	4,9	4,4	3,3	3,9	4,7	5,0	7,2
Messico . . . . .	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	6,2	6,3	5,9	5,2
Totale . . . . .	522,7	964,4	612,4	685,7	1.232,2	931,6	925,5	910,1	916,8
Altri paesi . . . . .	47,3	200,6	53,6	68,3	38,8	34,4	31,5	34,9	40,2
Produzione mondiale stimata*	570,0	1.165,0	666,0	754,0	1.271,0	966,0	957,0	945,0	957,0

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

La produzione mondiale stimata di oro (esclusa quella dell'URSS, di altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) è aumentata leggermente, da 945 a 957 tonnellate. Ciò è avvenuto nonostante una riduzione, di 17 tonnellate, della quantità prodotta dal Sud Africa, che è stata pari a 658 tonnellate, il livello più basso negli ultimi ventidue anni. Dal 1970 la quota del Sud Africa sulla produzione totale di oro indicata in tabella è scesa dal 79 al 69%. Al di fuori del Sud Africa, la produzione totale stimata nel 1981 è aumentata di 29 tonnellate, 11 delle quali dovute a un aumento di produzione degli Stati Uniti.

La riduzione della produzione di oro da parte del Sud Africa nel 1981 si è verificata nonostante un leggero aumento, di poco superiore al 2%, nella quantità totale di minerale trattato dall'industria aurifera. Il prezzo medio percepito dall'industria sudafricana tra il 1980 ed il 1981 si è ridotto da \$616 a 462 per oncia, mentre i costi medi di produzione sono saliti del 18%. Di conseguenza, nel 1981, nonostante un deprezzamento del 22% della moneta sudafricana nei confronti del dollaro, i profitti medi al lordo delle imposte derivanti dalla produzione di oro sono diminuiti del 33%, dopo essere aumentati di sette volte nei quattro anni precedenti.

Il principale fattore che sta alla base dell'aumento dell'offerta di oro sul mercato lo scorso anno è stato l'incremento stimato, da 90 a 300 tonnellate, nelle vendite di oro da parte dei paesi socialisti. Nell'ultima parte dell'anno vi sono state massicce vendite da parte dell'Unione Sovietica, allo scopo di ricostituire le proprie riserve in valuta estera, ridottesì sensibilmente nella prima metà del 1981. Le variazioni nelle riserve auree ufficiali dei paesi occidentali che influiscono sull'offerta complessiva sul mercato possono essere stimate soltanto approssimativamente, giacché determinate transazioni ufficiali in oro avvengono al di fuori del mercato. Nel 1981 queste transazioni fuori-mercato hanno compreso alcuni *swaps* di oro con le banche commerciali da parte del Sud Africa. Nell'ipotesi che queste operazioni siano all'origine della riduzione di 90 tonnellate nelle riserve auree del Sud Africa, registrata l'anno scorso, l'acquisizione ufficiale di oro dal mercato da parte dei paesi occidentali durante il 1981 può essere stimata intorno ad 80 tonnellate, rispetto alle 45 del 1980. Le riserve auree dichiarate dei paesi esportatori di petrolio sono aumentate di 49 tonnellate nel 1981 — comprendendo in esse l'aumento, rispettivamente di 22 e di 15,5 tonnellate, dell'Indonesia e della Libia — mentre quelle dei paesi in via di sviluppo non petroliferi dell'America Latina sono aumentate di 32 tonnellate, con un incremento rispettivamente di 18 e 10 tonnellate in Colombia ed in Brasile. Considerando insieme la produzione, le vendite dei paesi comunisti e le transazioni ufficiali sul mercato da parte dei paesi occidentali, si può approssimativamente stimare che il totale di oro disponibile per impieghi non monetari sia passato tra il 1980 e il 1981 da 990 a 1.175 tonnellate. Un aspetto degno di nota dello scorso anno è stato l'aumento, da 36 a 173 tonnellate, dell'oro importato in Giappone per impieghi non monetari.

Per ciò che riguarda l'evoluzione dei prezzi sul mercato dell'oro, mentre l'andamento di fondo è stato al ribasso, si sono avute alcune fluttuazioni piuttosto accentuate, in certa misura connesse con i movimenti del cambio del dollaro. Alla fine del 1980 il prezzo al *fixing* sul mercato di Londra era di circa \$590 per oncia. Da tale livello le quotazioni di mercato sono aumentate leggermente, fino a poco più di \$600 per oncia, il 6 gennaio del 1981. Questo è il più alto prezzo registrato nel periodo sotto rassegna. I tassi d'interesse crescenti sul dollaro e il rilascio degli ostaggi americani in Iran hanno determinato una flessione nelle quotazioni fino a

Mercato dell'oro: fonti e impieghi. (Stime)

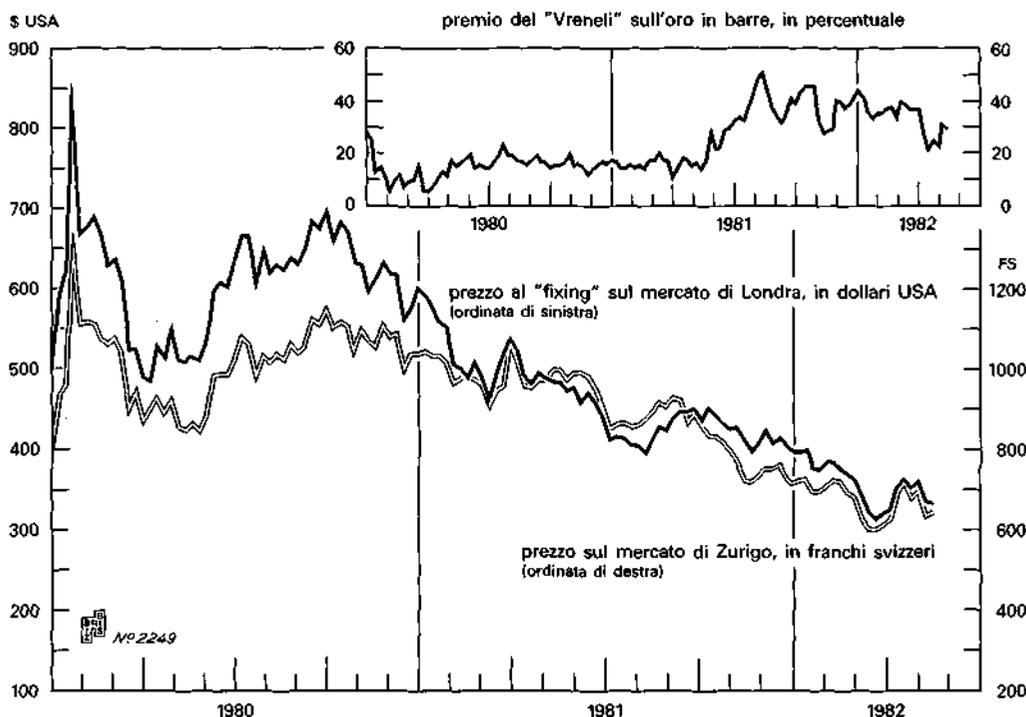
Voci	1978	1979	1980	1981
	tonnellate metriche			
Produzione .....	965	955	945	955
Vendite da parte dei paesi socialisti (stime) .....	450	290	90	300
Variazioni stimate nelle disponibilità ufficiali del mondo occidentale mediante transazioni sul mercato* (= aumento) .....	310	625	- 45	- 80
<b>Totale (= impieghi non monetari; stime) .....</b>	<b>1.725</b>	<b>1.870</b>	<b>990</b>	<b>1.175</b>

\* Le variazioni delle riserve auree del Sud Africa sono state escluse dai movimenti delle disponibilità ufficiali dei paesi occidentali per tutti gli anni riportati nella tabella, giacché si ritiene che esse abbiano riflesso in larga misura la costituzione o la liquidazione di swaps in oro tra la banca centrale sudafricana e le banche commerciali di altri paesi. Inoltre, le variazioni delle consistenze ufficiali per il 1978 escludono 65 tonnellate di oro trasferite dal ministero delle finanze giapponese alla Banca del Giappone, precedentemente non incluse nelle statistiche sulle riserve auree mondiali.

\$457 ai primi di marzo. Verso la fine dello stesso mese, per effetto di una temporanea riduzione dei tassi d'interesse sul dollaro e delle tensioni politiche in Polonia, il prezzo è risalito a poco meno di \$550 e, anche se quel livello non è stato mantenuto, le quotazioni sono rimaste superiori a \$500 fin verso la metà di aprile. A metà maggio ha preso avvio un ulteriore periodo di flessione, associato con la persistente forza del dollaro; l'8 luglio, per la prima volta dal novembre del 1979, il prezzo al *fixing* è sceso sotto il limite di \$400 per oncia. Agli inizi di agosto, quando il dollaro ha raggiunto un massimo nei confronti delle altre monete principali, il prezzo era sceso a poco più di \$390.

Prezzi di mercato dell'oro in dollari USA e in franchi svizzeri, 1980-82

Quotazioni di fine settimana, per oncia di fino



Con il successivo indebolimento del dollaro sul mercato dei cambi, il prezzo dell'oro è risalito a \$464 verso la fine di settembre, nonostante una ripresa delle vendite sul mercato da parte dell'Unione Sovietica. Da allora fino alla metà di marzo del 1982 la tendenza generale del prezzo è stata nuovamente al ribasso, di riflesso a massicce vendite da parte dell'Unione Sovietica verso la fine del 1981 e ad un ulteriore rafforzamento del dollaro. Ai primi di gennaio del 1982 il prezzo è nuovamente sceso sotto i \$400 e il 15 marzo è stato raggiunto un minimo di \$312. In seguito allo scoppio della crisi anglo-argentina, le quotazioni sono salite a \$367 a metà aprile, ma verso la fine di maggio il prezzo era ritornato intorno ai \$325 per oncia.

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

L'andamento delle riserve globali nel corso del 1981 contrasta nettamente con quello degli anni precedenti. Escludendo le disponibilità in oro, le riserve totali dei paesi, espresse in dollari correnti, si sono ridotte a \$396,3 miliardi, con un decremento di \$19,3 miliardi, dopo un aumento di \$56,9 miliardi nel corso del 1980. Inoltre, il valore totale delle riserve in oro, computato al prezzo di mercato, è disceso a \$379,9 miliardi, con una riduzione di \$180,3 miliardi, dopo essere aumentato di \$66,3 miliardi nel 1980 e di \$260 miliardi nel 1979.

Queste cifre, espresse in dollari correnti, danno un'immagine falsata sia dell'andamento delle riserve reali nell'anno passato sia del contrasto tra il 1980 e il 1981. Ciò vale, in modo assai evidente, per le riserve in oro. In assenza di un prezzo ufficiale del metallo, le variazioni delle quotazioni di mercato dell'oro sovrastimano le variazioni nel potere d'acquisto effettivo delle riserve auree totali; questo vale sia per il 1979 e le prime settimane del 1980, quando il prezzo dell'oro era fortemente cresciuto, sia per il periodo successivo quando esso ha subito un netto calo. Cionondimeno, i singoli paesi detentori di oro possono, in una certa misura, servirsi delle proprie riserve auree sia effettuando vendite sul mercato sia contraendo prestiti contro oro a prezzi in linea con le quotazioni correnti. Inoltre, la misura in cui questi paesi possono finanziare senza difficoltà i disavanzi di bilancia dei pagamenti usando riserve non auree è in parte funzione del valore di mercato delle disponibilità in oro. Per tutti questi motivi, dunque, la riduzione del prezzo dell'oro registrata l'anno passato ha avuto senza dubbio un effetto negativo sulle posizioni di liquidità internazionale di un certo numero di paesi.

Per quanto riguarda le riserve non auree, una valutazione in dollari correnti del loro andamento nell'anno passato deve tener conto delle variazioni nel loro potere d'acquisto in dollari. Così, la flessione del 4,5% registrata nel 1981 dalle riserve totali non auree valutate in dollari correnti è stata accompagnata da una riduzione del 3% (quarto trimestre su quarto trimestre) del valore unitario in dollari delle esportazioni mondiali, per effetto congiunto dell'apprezzamento del dollaro e della caduta nel prezzo delle materie prime a mercato mondiale, mentre nel 1980 sia il valore in dollari correnti delle riserve totali non auree sia il valore unitario delle esportazioni mondiali espresso in dollari erano aumentati rispettivamente del 16 e del 13%.

Il contrasto tra l'andamento delle riserve globali nel 1980 e nel 1981 è dunque stato, in realtà, molto minore di quanto appare dai dati espressi in dollari correnti.

Cionondimeno l'anno passato il valore reale delle riserve globali ha subito una certa contrazione, e vi è stato inoltre un sensibile peggioramento della posizione debitoria sull'estero di molti paesi, particolarmente per ciò che riguarda l'indebitamento dei paesi in via di sviluppo non petroliferi verso il sistema bancario internazionale. In questo caso, l'apprezzamento del dollaro nel 1981 fa sì che i dati relativi al loro indebitamento espressi in dollari correnti sottostimino l'effettivo deterioramento per quanto concerne questo aspetto della situazione di liquidità internazionale di questi paesi. In presenza di una riduzione del valore unitario espresso in dollari delle esportazioni mondiali, gli aumenti dell'indebitamento esterno in dollari, che negli anni precedenti erano stati in gran parte nominali, nel 1981 hanno avuto interamente carattere reale.

Considerando insieme le riserve e l'indebitamento internazionale dei paesi, non può quindi esservi dubbio che la situazione globale della liquidità internazionale

Variazioni nelle riserve globali, 1979-81

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva sul FMI	DSP	ECU	Totale (escluso l'oro)	
	in milioni di onces	miliardi di dollari USA*					
<b>Gruppo dei Dieci e Svizzera</b>							
1979 .....	- 95,1	199,2	- 31,2	- 2,2	3,7	42,1	12,4
1980 .....	- 1,1	47,9	9,6	3,1	- 0,9	20,9	32,7
1981 .....	- 0,6	- 140,4	- 11,0	2,3	2,3	- 13,6	- 20,0
<i>Consistenze in essere alla fine del 1981</i> .....	<i>739,0</i>	<i>295,6</i>	<i>107,6</i>	<i>14,4</i>	<i>12,5</i>	<i>49,4</i>	<i>183,9</i>
<b>Altri paesi sviluppati</b>							
1979 .....	0,7	28,2	1,1	- 0,2	0,3	0,7	1,9
1980 .....	2,5	7,7	3,4	0,6	- 0,1	- 0,1	3,8
1981 .....	- 2,6	- 19,3	- 2,2	- 0,2	0,4	- 0,2	- 2,2
<i>Consistenze in essere alla fine del 1981</i> .....	<i>94,1</i>	<i>37,6</i>	<i>34,7</i>	<i>1,7</i>	<i>1,6</i>	<i>0,4</i>	<i>38,4</i>
<b>Paesi in via di sviluppo non petroliferi</b>							
1979 .....	1,8	21,4	8,7	0,4	1,1		10,2
1980 .....	2,9	6,3	- 0,9	1,0	- 0,6		- 0,5
1981 .....	1,0	- 13,5	0,6	- 0,3	0,8		1,1
<i>Consistenze in essere alla fine del 1981</i> .....	<i>74,4</i>	<i>29,8</i>	<i>70,5</i>	<i>1,9</i>	<i>2,8</i>		<i>75,2</i>
<b>Insieme dei paesi importatori di petrolio</b>							
1979 .....	- 92,6	248,8	- 21,4	- 2,0	5,1	42,8	24,5
1980 .....	4,3	61,9	12,1	4,7	- 1,6	20,8	36,0
1981 .....	- 2,2	- 173,2	- 12,6	1,8	3,5	- 13,8	- 21,1
<i>Consistenze in essere alla fine del 1981</i> .....	<i>907,5</i>	<i>363,0</i>	<i>212,8</i>	<i>18,0</i>	<i>16,9</i>	<i>49,8</i>	<i>297,5</i>
<b>Paesi esportatori di petrolio</b>							
1979 .....	0,4	11,2	15,5	- 1,8	0,8		14,5
1980 .....	3,4	4,4	19,4	1,3	0,2		20,9
1981 .....	1,6	- 7,1	- 0,2	1,5	0,5		1,8
<i>Consistenze in essere alla fine del 1981</i> .....	<i>42,2</i>	<i>16,9</i>	<i>89,8</i>	<i>6,8</i>	<i>2,2</i>		<i>98,8</i>
<b>Tutti i paesi</b>							
1979 .....	- 92,2	260,0	- 5,9	- 3,8	5,9	42,8	39,0
1980 .....	7,7	66,3	31,5	6,0	- 1,4	20,8	56,9
1981 .....	- 0,6	- 180,3	- 12,8	3,3	4,0	- 13,8	- 19,3
<i>Consistenze in essere alla fine del 1981</i> .....	<i>949,7</i>	<i>379,9</i>	<i>302,6</i>	<i>24,8</i>	<i>19,1</i>	<i>49,8</i>	<i>396,3</i>

\* Riserve auree valutate ai prezzi di mercato.

nel corso dell'anno passato ha subito un deterioramento. Il più importante fattore alla base di questo andamento è stato l'alto livello dei tassi d'interesse negli Stati Uniti. Esso ha dato in primo luogo un sostanziale contributo alla solidità della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti nel corso del 1981, determinando ampi afflussi di capitali non bancari, cosicché, nonostante il continuo ingente flusso di prestiti all'estero da parte delle banche americane, il deflusso netto di dollari dagli Stati Uniti verso il resto del mondo non è stato di grandi dimensioni. In secondo luogo, gli elevati tassi d'interesse sul dollaro sono stati un importante fattore nel rafforzamento della moneta statunitense sul mercato dei cambi, e ciò ha avuto l'effetto di ridurre il valore in dollari delle riserve valutarie in monete diverse dal dollaro. In terzo luogo, gli alti tassi d'interesse sul dollaro hanno contribuito, attraverso i loro effetti sul prezzo di mercato dell'oro, alla caduta nel valore reale delle riserve auree ed alla flessione nelle riserve totali in ECU create attraverso operazioni di *swap* contro oro.

Scomponendo per tipi di attività la variazione delle riserve avvenuta l'anno scorso, la caduta delle disponibilità auree totali, pari a \$180,3 miliardi, valutate a prezzi di mercato in dollari correnti, ha naturalmente riguardato in gran parte i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera, per i quali il decremento è stato pari a \$140,4 miliardi. In termini di quantità, nel 1981 l'insieme delle riserve auree è rimasto nel complesso praticamente invariato, dopo un aumento di 7,7 milioni di onces nel corso del 1980. Le disponibilità in oro dei paesi in via di sviluppo non petroliferi e dei paesi esportatori di petrolio, considerati insieme, sono aumentate di 2,6 milioni di onces, mentre quelle dei paesi sviluppati si sono ridotte di 3,2 milioni di onces.

Nel corso dell'anno la riduzione nel totale delle riserve non auree, pari a \$19,3 miliardi, ha interessato soprattutto le riserve valutarie e le riserve in ECU, calate rispettivamente di \$12,8 e 13,8 miliardi, mentre le posizioni di riserva sul FMI e il totale delle disponibilità dei paesi in diritti speciali di prelievo (DSP), calcolate a dollari correnti, sono aumentate rispettivamente di \$3,3 e 4 miliardi.

Per ciò che riguarda le riserve valutarie, il decremento totale registrato nel 1981, pari a \$12,8 miliardi, è largamente imputabile ai paesi del Gruppo dei Dieci, le cui riserve tenute in questa forma si sono ridotte di \$11 miliardi. Si può stimare, tuttavia, che quasi i quattro quinti della flessione totale delle riserve valutarie registrato l'anno scorso sono derivati dalla riduzione del valore delle riserve in monete diverse dal dollaro, per effetto dell'apprezzamento del dollaro stesso. In particolare, la flessione netta delle riserve valutarie totali dei paesi esportatori di petrolio, pari a \$0,2 miliardi, comprende una riduzione, superiore a \$3 miliardi, nel valore espresso in dollari delle loro disponibilità in altre valute, mentre l'aumento netto delle riserve valutarie totali dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, pari a \$0,6 miliardi, ha incluso una riduzione di circa \$2,5 miliardi del valore espresso in dollari delle riserve valutarie non in dollari.

Il decremento delle riserve in ECU, pari a \$13,8 miliardi nel corso del 1981, riflette ampiamente una riduzione degli ECU creati attraverso operazioni di *swap* contro oro. Inoltre, le disponibilità in ECU di alcuni paesi dello SME si sono ridotte parallelamente alla diminuzione delle loro riserve lorde in dollari e come conseguenza del rimborso di alcuni crediti a brevissimo termine denominati in ECU.

Il miglioramento delle posizioni di riserva dei paesi sul Fondo monetario internazionale, pari a \$3,3 miliardi, ammonta in termini di diritti speciali di prelievo

a DSP 4,5 miliardi. Il maggiore ricorso al dollaro nelle transazioni del Fondo ha accresciuto di DSP 2,1 miliardi la posizione di riserva degli Stati Uniti; la posizione dell'Arabia Saudita ha registrato un aumento di DSP 1,5 miliardi, di cui DSP 1,1 miliardi rappresentati da un aumento della quota di quel paese presso il Fondo. La crescita totale delle posizioni di riserva sul FMI nel 1981 ha riflesso a grandi linee nuovi prelievi netti sul Fondo per un totale di DSP 5 miliardi rispetto all'ammontare di DSP 1,3 miliardi registrato nel 1980. L'aumentato uso delle risorse del FMI nel corso del 1981 è derivato dalla politica di "accesso allargato" adottata nel settembre del 1980. Nel quadro di questa politica, i nuovi impegni di prestito assunti dal Fondo sono aumentati in misura perfino più ampia dei nuovi prelievi netti, passando da DSP 7 a 15,2 miliardi tra il 1980 e il 1981. I nuovi impegni di prestito più rilevanti l'anno passato sono stati assunti con l'India, la Jugoslavia e la Romania ed ammontano rispettivamente a DSP 5, 1,7 e 1,1 miliardi. L'effettiva erogazione di questi crediti, tuttavia, è condizionata al raggiungimento di determinati risultati economici da parte dei paesi mutuatari. Nell'attuale situazione avversa dell'economia mondiale, è possibile che alcuni paesi abbiano difficoltà ad adempiere le condizioni richieste, e pertanto potrebbe essere differita l'erogazione di alcune di queste somme.

L'incremento nelle disponibilità di DSP da parte dei vari paesi, pari a \$4 miliardi nel corso del 1981, corrisponde, in termini di diritti speciali di prelievo, a DSP 4,6 miliardi. L'incremento risulta principalmente dalla terza e ultima assegnazione generale di DSP 4 miliardi ai membri del Fondo, effettuata in adempimento della risoluzione del Consiglio dei governatori del dicembre 1978. Ad essi vanno aggiunti i trasferimenti netti ai paesi membri dal Conto generale delle risorse del Fondo, pari a DSP 0,6 miliardi nel corso dell'anno. Si può inoltre rilevare che nel 1981 è aumentato in maniera sostanziale, da DSP 1,7 a 2,7 miliardi, l'uso di DSP nelle transazioni tra i membri del FMI.

Disaggregando per gruppi di paesi l'andamento delle riserve non auree nell'anno passato, le disponibilità dichiarate dei paesi esportatori di petrolio hanno registrato un aumento di \$1,8 miliardi, rispetto a un calo di \$21,1 miliardi per il resto del mondo.

L'esiguo aumento delle riserve non auree dichiarate dei paesi petroliferi non è assolutamente proporzionato al loro avanzo totale nei pagamenti correnti, che può essere stimato in circa \$60 miliardi. Tuttavia, l'andamento delle loro riserve dichiarate nel corso dell'anno - con un aumento di \$7,2 miliardi nei primi sei mesi ed una flessione di \$5,4 miliardi nel secondo semestre - ha riflesso, anche se in misura imperfetta, la progressiva riduzione del loro avanzo di parte corrente. Inoltre, la riduzione dell'eccedenza delle partite correnti dei paesi OPEC ha prodotto ampie differenze nell'andamento delle riserve dei vari paesi esportatori di petrolio. Le riserve dichiarate dell'Arabia Saudita sono aumentate di \$8,8 miliardi e quelle del Venezuela e degli Emirati Arabi Uniti rispettivamente di \$1,6 e 1,2 miliardi. Per contro nel 1981 due paesi del gruppo hanno fatto ricorso in misura massiccia alle proprie riserve: la Nigeria, le cui attività sull'estero si sono ridotte da \$10,2 a 3,9 miliardi e la Libia, che ha registrato un calo da \$13,1 a 9 miliardi.

La contrazione delle riserve non auree nel resto del mondo si è concentrata nei paesi del Gruppo dei Dieci ed in Svizzera, area per la quale la riduzione è stata \$20 miliardi. Le riserve complessive dei paesi europei membri del Gruppo dei Dieci

sono diminuite di \$27,4 miliardi, ossia del 17% circa. Quasi la metà di questo calo riflette una contrazione di \$13,6 miliardi nelle disponibilità in ECU di questi paesi, gran parte della quale è l'effetto del calo del valore di mercato della parte delle riserve in oro trasferita contro ECU. Oltre a ciò, tuttavia, nel corso del 1981 le riserve valutarie dei paesi europei che fanno parte del Gruppo dei Dieci sono diminuite di \$14,7 miliardi. Questa flessione ha riguardato soprattutto tre paesi: il Regno Unito (-\$4,6 miliardi), la Germania (-\$3,6 miliardi) e la Francia (-\$3,1 miliardi). Il peggioramento nelle riserve del Regno Unito è dovuto principalmente al rimborso di debiti con l'estero del settore pubblico, fra cui il prestito in eurodollari di \$2,5 miliardi contratto dal governo inglese nel 1974. Il calo delle riserve valutarie della Germania e della Francia, d'altro canto, è il riflesso di interventi sul mercato dei cambi. Nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno questi paesi hanno sostenuto le loro monete sui mercati valutari con massicce cessioni di dollari, parte dei quali sono stati recuperati nel corso dell'anno quando il dollaro si è indebolito nei confronti delle monete europee.

Nel resto del Gruppo dei Dieci sono da registrare significativi incrementi nelle riserve del Giappone e degli Stati Uniti. Le riserve non auree del Giappone sono aumentate nel 1981 di \$3,6 miliardi, con un incremento di oltre \$3 miliardi delle riserve valutarie; il miglioramento è derivato in parte da interventi ufficiali all'inizio dell'anno, quando lo yen era in corso di apprezzamento, ed in parte da interessi attivi sulle riserve valutarie.

Le riserve non auree degli Stati Uniti sono aumentate nel complesso di \$3,3 miliardi nel corso del 1981; a ciò ha contribuito un aumento di \$3,7 miliardi delle attività sul Fondo monetario internazionale, compresi i DSP. Le riserve valutarie degli Stati Uniti, invece, hanno mostrato una leggera riduzione, pari a \$0,4 miliardi, anche se il dollaro è stato di gran lunga la più forte tra le principali monete. Nel corso del 1981, infine, gli Stati Uniti hanno riscattato \$2,4 miliardi di titoli del Tesoro USA, denominati in marchi tedeschi e franchi svizzeri, in gran parte mediante le disponibilità in tali monete acquisite con gli interventi ufficiali sul mercato nella prima parte dell'anno.

La modesta riduzione delle riserve non auree ufficiali degli "Altri paesi sviluppati" - pari a \$2,2 miliardi - si è distribuita su un largo numero di paesi. La situazione risulta leggermente diversa per il gruppo dei paesi in via di sviluppo non petroliferi. In termini aggregati, le riserve non auree di questi paesi hanno mostrato una variazione minima, come era accaduto nel 1980. All'interno di questo gruppo, tuttavia, si sono verificati movimenti abbastanza consistenti e di segno opposto relativamente ad alcuni paesi. Due di essi - Taiwan e la Repubblica popolare cinese - hanno registrato un sensibile aumento delle riserve rispettivamente di \$4,5 e 2,5 miliardi; all'opposto, l'Argentina e l'India hanno peggiorato le rispettive posizioni di \$3,5 e 1,9 miliardi. Un modesto incremento, pari a \$0,8 miliardi, è stato registrato dal Brasile, le cui riserve nei due anni precedenti si erano contratte fortemente, passando da \$11,8 a 5,8 miliardi. Non sono disponibili dati recenti sulle riserve del Messico. L'andamento globale delle riserve dei paesi in via di sviluppo non petroliferi è migliorato nel corso del 1981, con il passaggio da una riduzione di \$4,1 miliardi nel primo trimestre ad un incremento di \$5,8 miliardi nell'ultimo.

Nel primo trimestre del 1982, dati gli scarsi segni di flessione mostrati dai tassi d'interesse USA e la conseguente sostenutezza del dollaro, si sono intensificate le

pressioni sulla liquidità internazionale. Le riserve valutarie dei paesi del Gruppo dei Dieci, escludendo gli Stati Uniti, si sono ridotte di circa \$10 miliardi, anche se questo dato sovrastima l'effettiva dimensione della flessione, a causa degli effetti di cambio e della liquidazione delle operazioni di fine anno con le banche commerciali. Nello stesso periodo la persistente debolezza del prezzo dell'oro ha prodotto un'ulteriore riduzione, di \$76 miliardi, nel valore delle riserve auree ufficiali dei paesi occidentali, valutate a prezzi di mercato. Le passività dichiarate degli Stati Uniti nei confronti delle istituzioni monetarie ufficiali si sono ridotte di \$3,3 miliardi, e ciò sembra indicare che al calo delle riserve valutarie dei paesi del Gruppo dei Dieci si è contrapposto in certa misura un incremento in altri paesi.

Nel 1981 un aspetto saliente dell'andamento delle riserve è stato l'aumento sensibile della quota delle riserve valutarie totali identificate detenute negli Stati Uniti, a scapito delle riserve detenute presso il sistema bancario internazionale e, in particolare, presso le eurobanche. Alla fine del 1980, il 47,5% delle riserve valutarie totali riportate nella tabella seguente era tenuto negli Stati Uniti ed il 40,6% presso le banche operanti nelle aree del mercato eurovalutario (comprese talune filiali *offshore* delle banche statunitensi) considerate nella tabella. Nel corso del 1981, i depositi ufficiali detenuti su questo mercato si sono ridotti di \$18,5 miliardi, portandosi a \$109,5 miliardi, con un'inversione di tendenza rispetto ai tre anni precedenti. Contemporaneamente, le riserve detenute negli Stati Uniti, sulle base

La struttura degli impieghi delle riserve valutarie, 1977-81

Voci	Fine 1977	Fine 1978	Fine 1979	Fine 1980	Fine 1981
	consistenze, in miliardi di dollari USA				
1. Depositi presso banche nei paesi europei <sup>1</sup> , in Canada e Giappone:					
a) sui mercati nazionali . . . . .	7,6	9,3	8,8	17,6	16,3
marchi tedeschi . . . . .	2,2	3,1	3,4	4,8	3,3
franchi svizzeri . . . . .	1,3	0,6	0,6	1,6	2,7
yen . . . . .	0,9	2,7	0,9	4,6	5,4
sterline . . . . .	1,6	1,2	1,9	3,0	2,2
altre monete . . . . .	1,6	1,7	2,0	3,6	2,7
b) sull'euromercato . . . . .	71,0	80,1	115,0	122,4	104,5
dollari . . . . .	53,0	52,8	73,3	79,4	70,5
marchi tedeschi . . . . .	12,0	16,8	24,1	24,5	19,1
franchi svizzeri . . . . .	3,2	4,6	6,0	8,0	6,9
yen . . . . .	0,9	2,2	4,2	2,2	2,2
sterline . . . . .	0,3	0,7	1,5	2,2	1,1
altre monete . . . . .	1,6	3,0	5,9	6,1	4,7
2. Depositi presso alcune filiali offshore di banche USA <sup>2</sup> . . . . .	4,4	5,7	6,4	5,6	5,0
Totale 1+2 . . . . .	83,0	95,1	130,2	145,6	125,8
di cui, dollari . . . . .	57,2	58,2	79,0	84,4	75,0
altre monete . . . . .	25,8	36,9	51,2	61,2	50,8
3. Riserve valutarie identificate detenute negli Stati Uniti (passività USA dichiarate verso istituzioni ufficiali estere) . . . . .	126,0	157,0	143,3	157,1	161,1

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

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

<sup>2</sup> Nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore.

delle passività dichiarate degli USA nei confronti delle istituzioni ufficiali estere, sono aumentate di ulteriori \$4 miliardi, raggiungendo una consistenza di \$161,1 miliardi. Conseguentemente, la quota identificata delle riserve totali detenute negli Stati Uniti è salita al 51%, mentre quella delle riserve detenute sul mercato delle eurovalute si è ridotta al 36,2%.

In parte, questo spostamento è stato più apparente che reale. Si può stimare che più del 50% della riduzione dei depositi eurovalutari ufficiali in monete diverse dal dollaro – pari a \$9 miliardi in dollari correnti – sia attribuibile all'apprezzamento del dollaro nei confronti delle altre monete nel corso del 1981. Tuttavia, anche escludendo questo fattore, resta pur sempre una riduzione effettiva nei depositi ufficiali in eurovalute. Fatto ancora più significativo, i depositi ufficiali eurovalutari in dollari sull'euromercato si sono ridotti di \$9,4 miliardi, passando da \$84,4 a 75 miliardi durante il 1981.

La variazione nell'importanza relativa del mercato statunitense e dell'euromercato come centri di riserva è ancora più pronunciata se si escludono dal calcolo le riserve valutarie dei paesi del Gruppo dei Dieci (eccettuate quelle degli Stati Uniti), che sono principalmente tenute sul mercato americano. Le riserve valutarie complessive dei paesi del Gruppo dei Dieci, esclusi gli USA, si sono ridotte nel corso del 1981 di \$10,6 miliardi; supponendo che una grandissima parte di questa riduzione abbia riguardato le riserve in dollari detenute negli Stati Uniti, l'aumento delle riserve tenute negli USA dai paesi che non appartengono al Gruppo dei Dieci – misurate in base alle passività USA dichiarate verso istituzioni ufficiali estere – può essere stato dell'ordine di \$12-14 miliardi. Tale aumento è paragonabile alla flessione dei depositi ufficiali totali sull'euromercato indicata nella tabella precedente, escludendo da essa quella parte che può essere attribuita a variazioni del valore in dollari dei depositi ufficiali in eurovalute diverse dal dollaro.

Quali sono i fattori che possono avere influenzato questo spostamento nell'importanza relativa del mercato statunitense e dell'euromercato come centri di riserva per i paesi esterni al Gruppo dei Dieci? Un primo fattore può essere la distribuzione geografica delle variazioni positive e negative delle riserve. Sembra probabile che quei paesi esportatori di petrolio che hanno attinto alle proprie riserve nel corso del 1981, lo abbiano fatto in larga misura riducendo le loro disponibilità sul mercato delle eurovalute, mentre l'Arabia Saudita, cui va attribuita nell'anno passato una parte cospicua dell'ampio avanzo complessivo corrente dell'OPEC, può avere investito sul mercato statunitense una notevole parte della propria eccedenza. In secondo luogo, i tassi d'interesse molto elevati ottenibili sui titoli a reddito fisso a più lungo termine negli Stati Uniti, insieme alla forza del dollaro sul mercato dei cambi, hanno probabilmente determinato un mutamento della politica di impiego delle riserve di alcune banche centrali, con uno spostamento dai settori in dollari e in altre valute dell'euromercato verso il mercato dei capitali americano. Tale spostamento avrebbe permesso alle banche centrali di ottenere elevate remunerazioni sulle riserve in dollari per periodi più lunghi che nel caso di investimenti in depositi vincolati, e di conseguire guadagni in conto capitale in caso di una riduzione dei tassi d'interesse sul mercato dei capitali americano. In terzo luogo, nel 1981 alcune banche centrali possono avere percepito un aumentato rischio nel detenere le proprie riserve valutarie presso il sistema bancario internazionale. Una prova diretta di ciò può essere fornita non solo dal calo dei depositi ufficiali in eurovalute, ma anche dal

fatto che, nel corso del 1981, negli stessi Stati Uniti le disponibilità ufficiali estere in depositi bancari hanno registrato una leggera riduzione, di circa \$1 miliardo, mentre le disponibilità ufficiali in titoli del Tesoro statunitense, unitamente a quelli di altri emittenti, sono aumentate di quasi \$13 miliardi.

Infine, si può affermare che lo spostamento relativo di riserve valutarie verso gli Stati Uniti ha influenzato la liquidità globale nel resto del mondo. Anche se il mercato statunitense e quello eurovalutario sono strettamente connessi, l'arbitraggio tra i due non è perfetto, e quindi lo spostamento di riserve ufficiali tra i due mercati non produce movimenti compensativi di fondi privati esattamente equivalenti. Poiché il fenomeno è avvenuto dopo alcuni anni caratterizzati da uno spostamento di riserve dal mercato degli Stati Uniti verso quello delle eurovalute, il movimento delle riserve verso il mercato statunitense avvenuto l'anno scorso può aver contribuito a rafforzare gli altri fattori che hanno agito in senso restrittivo sulla liquidità internazionale nel resto del mondo.

## VIII. L'ATTIVITA' DELLA BANCA

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

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

La Banca ha continuato a partecipare, in qualità di osservatore, ai lavori del Comitato interinale del Consiglio dei governatori del FMI per il Sistema monetario internazionale. Essa ha altresì partecipato, in veste di osservatore, alle riunioni dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera e dei loro Sostituti. Inoltre, la Banca ha continuato ad esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dai Ministri e dai Governatori dei paesi del Gruppo dei Dieci, di raccogliere e distribuire a tutti i rappresentanti dei paesi suddetti e al Gruppo di lavoro n. 3 dell'OCSE i dati statistici circa il finanziamento dei saldi attivi e passivi con l'estero dei paesi del Gruppo dei Dieci. Essa ha altresì continuato a raccogliere, analizzare e distribuire dati statistici concernenti il mercato delle eurovalute, nonché a partecipare agli altri lavori del Gruppo dei Dieci e dell'OCSE, mettendo in particolare a disposizione il Segretariato per il Comitato per la regolamentazione e la vigilanza bancaria, costituito nel dicembre 1974 dai Governatori delle banche centrali dei paesi aderenti al Gruppo dei Dieci.

La Banca ha inoltre fornito ulteriormente i servizi di Segretariato per il Comitato dei governatori delle banche centrali dei paesi membri della Comunità economica europea e per il Consiglio dei governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria – organi comunitari, istituiti rispettivamente nel maggio 1964 e nell'aprile 1973 – nonché per i loro sottocomitati e gruppi di esperti. Questi ultimi comprendono in particolare: il Comitato dei Sostituti dei governatori, che prepara sistematicamente gli studi da sottoporre alla discussione nelle riunioni dei Governatori; un gruppo specializzato in questioni concernenti i mercati dei cambi e le politiche di intervento su tali mercati (dall'inizio del 1976 la composizione di questo gruppo è variata a seconda delle materie in discussione: per la trattazione di questioni attinenti, ad esempio, al Sistema monetario europeo essa è stata limitata ai rappresentanti dei paesi comunitari, mentre in altre occasioni è stata estesa ad altri

paesi industriali, tra cui Canada, Stati Uniti, Giappone, Norvegia, Svezia e Svizzera); un gruppo incaricato di esaminare periodicamente le politiche monetarie perseguite dai paesi membri e il loro coordinamento a livello comunitario, nonché di effettuare studi *ad hoc* su particolari questioni (ad esempio, nel 1981 sulle politiche del debito estero dei paesi comunitari e sul finanziamento dei disavanzi del settore pubblico da parte delle banche centrali della CEE); e un gruppo incaricato di promuovere l'armonizzazione degli strumenti di politica monetaria impiegati dai paesi membri (tale gruppo è responsabile nei confronti sia del Comitato monetario della CEE sia del Comitato dei governatori).

Come negli anni precedenti, nel 1981-82 tali comitati e gruppi hanno tenuto numerose riunioni, per la maggior parte a Basilea, e generalmente in preparazione delle discussioni fra i Governatori. Sulla base dei loro lavori, il Comitato dei governatori e il Consiglio dei governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria, ciascuno nell'ambito delle proprie competenze e funzioni, strettamente connesse e complementari, sono in grado di prendere varie decisioni concernenti accordi monetari tra le banche centrali o di preparare relazioni e pareri, su base regolare o specifica, prevalentemente per i Ministri delle finanze dei paesi della CEE o per la Commissione delle Comunità europee.

Durante l'esercizio finanziario 1981-82 una parte importante dell'attività del Comitato dei governatori e, di conseguenza, dei suoi sottocomitati e gruppi di esperti ha riguardato la gestione del Sistema monetario europeo (SME), istituito il 13 marzo 1979. I principali compiti sono stati i seguenti:

- assicurare la corretta applicazione degli accordi che regolano il sistema;
- intensificare il coordinamento delle politiche del tasso di cambio e delle politiche monetarie interne attuate dalle banche centrali della CEE, quale presupposto per un ordinato funzionamento dello SME.

Inoltre il Comitato dei governatori ha continuato ad occuparsi della possibile evoluzione dello SME. Poiché le condizioni politiche ed economiche non erano propizie alla realizzazione della fase istituzionale definitiva, contemplata nella risoluzione del Consiglio europeo del 5 dicembre 1978, l'attività del Comitato si è concentrata essenzialmente sulla valutazione del funzionamento dello SME dall'epoca della sua istituzione e sull'esame, alla luce di questa esperienza triennale, delle possibili modifiche tecniche al meccanismo del Sistema. Infine, date le ripercussioni che gli andamenti dei tassi di cambio e dei tassi d'interesse al di fuori della CEE hanno avuto sui paesi membri, il Comitato dei governatori ha esaminato le possibilità di un più stretto coordinamento tra la Comunità e alcuni paesi esterni delle politiche perseguite a tale riguardo.

La Banca ha continuato a mettere a disposizione il Segretariato per il Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera. Durante l'esercizio finanziario 1981-82 i membri del gruppo hanno proceduto ad uno scambio di informazioni sulle reti di trasmissione dei dati in uso o in corso di realizzazione e sul lavoro svolto da varie organizzazioni e, in particolare, dall'International Organization for Standardization (ISO), al fine di facilitare l'interconnessione di queste reti. Il Gruppo ha altresì iniziato una seconda revisione del manuale sulla sicurezza e affidabilità dei sistemi elettronici di pagamento, per tener conto in particolare degli specifici problemi creati dall'accresciuto numero di

mini- e micro-elaboratori e dalla loro piú ampia diffusione presso il pubblico. Inoltre si stanno studiando le possibili conseguenze future sull'organizzazione interna delle banche centrali derivanti dall'impiego congiunto degli elaboratori elettronici e dei sistemi di telecomunicazione nell'esecuzione dei lavori d'ufficio.

Dall'estate 1981 la Banca fornisce i servizi di Segretariato per il nuovo Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento costituito da rappresentanti delle banche centrali del Gruppo dei Dieci e della Svizzera. Dall'ottobre 1981 il Gruppo ha tenuto riunioni trimestrali per esaminare i cambiamenti attuali e prevedibili nei sistemi di pagamento interni e internazionali derivanti dall'applicazione di nuove tecnologie e le eventuali conseguenze di questi cambiamenti sulla struttura dei sistemi bancari e sulle stesse banche centrali. Il Gruppo cercherà, in particolare, di stabilire se l'applicazione di nuove tecnologie ai sistemi di pagamento possa influire sulla condotta della politica monetaria.

La banca dei dati della BRI è stata concepita e impostata allo scopo di soddisfare le esigenze delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera nonché della stessa BRI. Sotto la guida del Gruppo di esperti delle banche centrali sulle questioni relative alla banca dei dati economici e monetari – per il quale la BRI svolge le funzioni di Segretariato – sono stati compiuti ulteriori progressi per quanto concerne sia le procedure di trasmissione dei dati sia le tecniche di utilizzo di questo servizio centralizzato. Nel corso dell'anno sono proseguiti i lavori preparatori per ampliare lo scambio di serie storiche macro-economiche tra le banche centrali e la BRI. Sono stati anche compiuti progressi nell'automatizzazione della trasmissione e dell'impiego di statistiche sull'euromercato.

A seguito dei buoni risultati conseguiti durante il primo anno di funzionamento della banca dei dati mediante l'impiego dell'elaboratore installato presso la Banca, è stata potenziata la struttura tecnica in vista di un graduale ampliamento che consenta di disporre di un servizio altamente articolato. Inoltre, sono stati stabiliti collegamenti in telecomunicazione tra la maggior parte delle banche centrali e il centro dei dati della BRI. Ciò permetterà, in un congruo lasso di tempo, di realizzare uno dei principali scopi del progetto, cioè il rapido scambio di informazioni tra le banche partecipanti.

## 2. Operazioni della Banca

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1982, certificati dai revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro.<sup>1</sup>

\* \*  
\*

<sup>1</sup> Qualora non sia diversamente indicato, in questo capitolo il termine "franchi" (abbreviato F) significa franchi oro. Il franco oro equivale a gr. 0,29032258 ... di oro fino – Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di \$USA 208 per oncia di fino (ossia secondo l'equivalenza 1 franco oro = \$USA 1,941 49 ...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Il totale di bilancio al 31 marzo 1982	
ammontava a	F 19.056.758.395
contro, al 31 marzo 1981,	F 19.726.245.562
Si è pertanto registrata una diminuzione di	F 669.487.167

Mentre alla fine dei due precedenti esercizi finanziari i totali di bilancio registravano notevoli variazioni, lo scorso anno il movimento netto è stato relativamente contenuto. Senza la flessione nel valore in franchi oro delle monete diverse dal dollaro USA, la variazione sarebbe stata ancora minore.

Tra l'inizio e la fine dell'esercizio vi sono state infatti considerevoli variazioni nei tassi di cambio di queste monete, ad eccezione di quello del franco svizzero, rimasto pressoché invariato. Tuttavia, nell'intervallo tra queste due date il valore del franco svizzero in termini di franchi oro, analogamente a quello delle altre monete, ha subito forti oscillazioni.

Nel corso dell'esercizio finanziario il totale della situazione mensile dei conti ha toccato il livello piú basso, cioè 18.440 milioni di franchi, alla fine dell'agosto 1981, e il livello piú alto, ossia 20.214 milioni di franchi, alla fine del dicembre 1981, con un ambito di oscillazione molto inferiore a quello registrato nell'esercizio finanziario 1980-81.

BRI: Totali di bilancio negli ultimi tre esercizi finanziari

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Totale di bilancio	Variazione rispetto all'esercizio precedente	
	milioni di franchi		percentuali
1980	24.409	+ 5.308	+ 28
1981	19.726	- 4.683	- 19
1982	19.057	- 669	- 3

Nel Bilancio non sono compresi:

- 1) gli effetti e gli altri titoli detenuti in custodia per conto di banche centrali e di altri depositanti;
- 2) le attività detenute in virtù delle funzioni svolte dalla Banca (come Terzo designato o Fiduciario) in connessione con prestiti internazionali;
- 3) le partite contabili derivanti dalle funzioni della Banca quale Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria in connessione con le operazioni di prestito concluse dalla Comunità e con il Sistema monetario europeo;
- 4) l'oro in custodia presso la BRI per conto di depositanti, che al 31 marzo 1982 ammontava a 1.290 milioni di franchi, rispetto a 1.190 milioni al 31 marzo 1981, con un aumento di 100 milioni.

PASSIVO (COMPOSIZIONE DELLE RISORSE)

BRI: Evoluzione della composizione delle risorse  
negli ultimi tre esercizi finanziari

(dopo la ripartizione dell'utile netto d'esercizio proposta all'Assemblea generale ordinaria)

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale di bilancio
	milioni di franchi			
1980	887	23.239	283	24.409
1981	937	18.539	250	19.726
1982	987	17.778	292	19.057

A. Capitale, riserve e passività diverse

a) Capitale versato F 295.703.125

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

b) Riserve

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

1) *Fondo di riserva legale* F 30.070.313

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

2) *Fondo di riserva generale*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1981-82 F 437.152.793

contro 417,2 milioni di franchi al 31 marzo 1981; la differenza di 20 milioni rappresenta l'ammontare proposto per il trasferimento al Fondo dall'utile netto; l'attribuzione prevista a questo Fondo di riserva è conforme alle disposizioni dell'articolo 51(3) dello Statuto.

3) *Fondo speciale di riserva per i dividendi*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1981-82 F 21.530.055

contro 19,5 milioni di franchi al 31 marzo 1981. Come alla fine del precedente esercizio, la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è di 2 milioni di franchi.

4) *Fondo di riserva libero*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1981-82 F 202.730.236

contro 174,7 milioni di franchi al 31 marzo 1981; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è di 28 milioni di franchi.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1981-82 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F 691.483.397

contro 641,5 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio, con un aumento di 50 milioni, pari al 7,8%. Alla fine del precedente esercizio un ammontare analogo era stato trasferito dall'utile alle riserve.

c) Partite varie F 274.639.044

rispetto a 232,8 milioni di franchi al 31 marzo 1981, con un aumento di 41,8 milioni.

d) Conto profitti e perdite, *prima* della ripartizione F 66.938.821

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1981-82.

I particolari delle proposte di ripartizione dell'utile netto, in conformità delle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, sono riportati nella Sezione 3 di questo capitolo. In particolare, è previsto che un importo di 16.938.821 franchi (rispetto a 17.004.609 franchi nel precedente esercizio) sia accantonato a fronte del dividendo di 135 franchi svizzeri per azione pagabile il 1° luglio 1982; l'importo del dividendo in franchi svizzeri è uguale a quello dell'esercizio precedente.

## B. Fondi ricevuti in prestito

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

BRI: Origine delle risorse finanziarie esterne

Origine	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1981	1982	
	milioni di franchi		
Depositi di banche centrali . . . . .	18.431	17.396	- 1.035
Depositi di altri depositanti . . . . .	108	382	+ 274
<b>Totale . . . . .</b>	<b>18.539</b>	<b>17.778</b>	<b>- 761</b>

Come nel precedente esercizio, i "Depositi di banche centrali" hanno registrato una flessione, sebbene molto meno pronunciata (del 5,6% contro il 18%). Tale variazione va soprattutto ascritta ai prelievi sui depositi in marchi tedeschi, solo parzialmente compensati dall'afflusso di nuovi fondi in dollari USA e in franchi svizzeri. Va notato che anche in questo caso la flessione dei depositi in valute diverse dal dollaro USA è stata amplificata dalla diminuzione del valore in franchi oro di queste monete, ed in particolare dal deprezzamento dei depositi denominati in marchi tedeschi. I depositi in oro si sono mantenuti stabili.

I "Depositi di altri depositanti" hanno registrato un incremento, soprattutto in termini relativi. Tale variazione rispecchia un aumento dei depositi in dollari USA indicizzati sui Diritti speciali di prelievo (DSP).

La quota dei "Depositi di banche centrali" sul totale dei fondi mutuati ha subito una leggera flessione, dal 99,4 al 97,9%.

**BRI: Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne**

Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valuta			Totale		
	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1981	1982		1981	1982		1981	1982	
milioni di franchi									
A vista . . . . .	4.647	4.662	+ 15	276	362	+ 86	4.923	5.024	+ 101
Fino a tre mesi . . . . .	30	29	- 1	11.671	11.122	- 549	11.701	11.151	- 550
Ad oltre tre mesi . . . . .	4	-	- 4	1.911	1.603	- 308	1.915	1.603	- 312
<b>Totale . . . . .</b>	<b>4.681</b>	<b>4.691</b>	<b>+ 10</b>	<b>13.858</b>	<b>13.087</b>	<b>- 771</b>	<b>18.539</b>	<b>17.778</b>	<b>- 761</b>

Rispetto al totale dei fondi mutuati, la quota dei depositi in valuta ha registrato una diminuzione, dal 74,8 al 73,6%, mentre quella dei depositi in oro è aumentata dal 25,2 al 26,4%.

In termini di scadenza, la percentuale dei depositi a vista sul totale è salita dal 26,6 al 28,3%; mentre quella dei depositi vincolati considerati complessivamente si è ridotta dal 73,4 al 71,7%.

a) Depositi in oro F 4.691.028.405

All'inizio dell'esercizio finanziario il saldo in essere ammontava a 4.681 milioni di franchi. Il leggero incremento è da attribuire ad un modesto aumento dei depositi a vista, parzialmente controbilanciato da una leggera flessione dei depositi vincolati.

b) Depositi in valuta F 13.086.965.603

Questa posta, che alla fine del precedente esercizio finanziario ammontava a 13.858 milioni, ha registrato una flessione di 771 milioni, pari al 5,6% (a fronte di un calo del 26,1% nel 1980-81). Tale contrazione rispecchia la differenza tra l'aumento dei conti a vista e la riduzione complessiva dei depositi vincolati. Si può inoltre notare che la diminuzione relativa dei depositi vincolati ad oltre tre mesi è stata maggiore (-16,1%) di quella dei fondi ricevuti a più breve scadenza (-4,7%).

**ATTIVO (IMPIEGO DELLE RISORSE)**

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

a) Oro F 5.478.526.941

contro 5.437 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio finanziario, con un incremento di 42 milioni, pari allo 0,8%, rispetto all'aumento di 124 milioni, ossia del 2,3% registrato nel precedente esercizio. La differenza di 42 milioni è derivata,

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

Natura	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo				Variazione	
	1981		1982			
	milioni di franchi					
<b>Attività a vista</b>						
Oro .....	5.437		5.479		+	42
Valute .....	16	5.453	11	5.490	-	5
					+	37
<b>Buoni del Tesoro</b>						
Valute .....		226		417		+
						191
<b>Depositi vincolati ed anticipazioni</b>						
Oro .....	41		58		+	17
Valute .....	12.776	12.817	11.561	11.619	-	1.215
						- 1.198
<b>Altri titoli</b>						
Valute .....		1.086		1.471		+
						385
<b>Totale</b>						
Oro .....	5.478		5.537		+	59
Valute .....	14.104	19.582	13.460	18.997	-	644
						- 585

da un lato, dai movimenti intervenuti nei conti a vista delle banche centrali - depositi netti in oro - e dal rimborso di un deposito vincolato e, dall'altro, dall'oro ricevuto da banche centrali in seguito alla conclusione di nuove operazioni di riporto in oro - acquistato a pronti - contro valute diverse. Inoltre, sono stati effettuati diversi collocamenti di oro sul mercato (si veda il successivo punto d).

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F 10.808.523

rispetto a 16 milioni di franchi alla fine del precedente esercizio finanziario.

c) Buoni del Tesoro F 417.483.063

rispetto a 226 milioni di franchi alla fine del precedente esercizio finanziario, con un aumento di 191 milioni, o dell'84,5%, connesso ad operazioni con clausola di riacquisto concluse con una banca centrale.

d) Depositi vincolati ed anticipazioni F 11.619.385.995

Questa voce ammontava a 12.817 milioni al 31 marzo 1981. Essa ha quindi registrato una diminuzione di 1.198 milioni, ossia del 9,3%, dovuta principalmente ad una forte flessione dei collocamenti in marchi tedeschi. I prelievi in questa moneta sono stati in parte compensati da nuove operazioni, soprattutto in franchi svizzeri, e in varie altre valute.

Si può inoltre rilevare che vi sono state alcune differenze nella composizione per monete delle attività e passività della Banca, dovute alle nuove transazioni concluse in dollari USA indicizzati sul valore del DSP; la Banca si è coperta vendendo a pronti parte dei dollari USA contro le altre valute componenti il "paniere" del DSP e collocando contemporaneamente le monete così acquisite.

Nel periodo in esame è aumentato il volume totale dei crediti erogati alle banche centrali; tuttavia quelli concessi sotto forma di riporti in valute diverse (cedute a pronti) contro oro hanno registrato una flessione. Come già menzionato, sono stati effettuati alcuni nuovi investimenti in oro sul mercato.



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

### 3. Ripartizione dell'utile netto

I conti relativi al cinquantaduesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1982, presentano un risultato netto di gestione di 67.796.486 franchi a fronte di 68.061.940 franchi per l'esercizio finanziario precedente. L'aumento nel corso dell'esercizio dei proventi ottenuti sui mezzi propri della Banca detenuti in valuta è stato controbilanciato da una flessione leggermente superiore dei ricavi netti derivanti dai fondi ricevuti in prestito, il cui livello medio medio è stato sensibilmente inferiore a quello del 1980-81.

Il risultato di gestione è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 15.751.675 franchi, rispetto a 17.050.122 franchi nel precedente esercizio; la diminuzione è dovuta alla flessione intervenuta durante l'anno nel valore in franchi oro del franco svizzero, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca. In termini di franchi svizzeri le spese complessive di amministrazione hanno in effetti segnato un leggero incremento.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 857.665 franchi allo "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione". A seguito del suddetto trasferimento, l'utile netto ammonta a 66.938.821 franchi, contro 67.004.609 franchi del precedente esercizio finanziario. La ripartizione di tale importo è regolata dall'articolo 51 dello Statuto.

In conformità di quanto ivi disposto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto di 66.938.821 franchi nel modo seguente:

- 1) un importo di 16.938.821 franchi per il pagamento di un dividendo di 135 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 20.000.000 di franchi al Fondo di riserva generale;
- 3) un importo di 2.000.000 di franchi al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
- 4) un importo di 28.000.000 di franchi, rappresentante il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo verrà corrisposto il 1° luglio 1982 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1982.

Il Bilancio, il Conto profitti e perdite e un prospetto riassuntivo delle variazioni nelle riserve della Banca nel corso dell'esercizio finanziario sono riportati alla fine della presente Relazione. I conti della Banca sono stati esaminati dai revisori Price Waterhouse & Co. di Zurigo, i quali hanno confermato che il Bilancio e il Conto profitti e perdite, ivi comprese le relative note, rispecchiano in modo veritiero e imparziale, sulla base di quanto specificato alla Nota 1, la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1982, e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

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

La tabella che segue riporta l'ammontare in essere al 1° aprile 1982 dei prestiti garantiti emessi dalla Comunità europea del carbone e dell'acciaio, per la quale la Banca esercita le funzioni di Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità il 28 novembre 1954.

**Prestiti garantiti della CECA**  
Importi in essere

Serie dei titoli garantiti	Date di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Importo originario dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1982	Tasso d'interesse %	Anno di scadenza finale o di rimborso
2 <sup>a</sup>	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	12.000.000	3 1/2	1982
4 <sup>a</sup>	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	FB 20.000.000	1.200.000	3 1/2	1982
10 <sup>a</sup>	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	F Lux 100.000.000	7.648.011	5 3/8	1982
15 <sup>a</sup>	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	F Lux 100.000.000	28.105.456	5 1/8	1986

Durante l'esercizio finanziario 1981-82, per il servizio dei prestiti garantiti, la Banca ha ricevuto l'equivalente di circa 60.000 franchi in conto interessi e circa 900.000 franchi per rimborsi. A fine esercizio, il totale complessivo in essere si era ridotto all'equivalente di circa 600.000 franchi.

Per quanto concerne le funzioni di Fiduciario svolte dalla Banca per le nuove obbligazioni emesse dal governo della Repubblica federale tedesca - ai termini dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953 - a fronte del Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (prestito Young), si rimanda al Capitolo VIII della cinquantesima Relazione annuale della Banca.

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

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

all'attuazione, nel marzo e aprile del 1976, delle prime operazioni comunitarie di prestito, la cui amministrazione è stata affidata al Fondo e, in particolare, con l'introduzione, il 13 marzo 1979, del Sistema monetario europeo (SME) che ha sostituito il meccanismo del "serpente".

In quanto Agente del Fondo, la Banca svolge due tipi di funzioni: da un lato, quelle concernenti il funzionamento del Sistema monetario europeo; dall'altro, le funzioni relative all'esecuzione delle operazioni finanziarie connesse con l'attività creditizia della Comunità destinata al sostegno delle bilance dei pagamenti dei paesi membri della CEE.

1) Nel primo caso, le funzioni sono essenzialmente le seguenti:

- a) La Banca tiene i conti del Fondo, registrandovi in Unità monetarie europee (ECU):
  - i debiti e i crediti nei confronti del Fondo delle banche centrali comunitarie che partecipano al meccanismo dei tassi di cambio dello SME, derivanti dagli interventi effettuati dalle predette banche nelle valute di altri paesi membri e notificati all'Agente;
  - il regolamento immediato o periodico di tali debiti e crediti a brevissimo termine.
- b) La Banca effettua le operazioni connesse con la creazione, l'impiego e la remunerazione di ECU, e in particolare:
  - conclude, in nome e per conto del Fondo, le operazioni di *swap* con ciascuna delle banche centrali comunitarie (eccettuata quella della Grecia), consistenti nel trasferimento di ECU a tali istituzioni in contropartita del 20% delle loro disponibilità auree e del 20% delle loro riserve lorde in dollari USA. Queste operazioni di *swap* sono rinnovate ogni tre mesi ed in tale occasione vengono effettuati i necessari aggiustamenti, innanzitutto per assicurare che il contributo al Fondo di ciascuna banca centrale continui a rappresentare almeno il 20% delle riserve in oro e in dollari USA detenute alla fine del mese precedente la data del rinnovo e, in secondo luogo, per tener conto delle variazioni nel prezzo dell'oro e nel tasso di cambio del dollaro rispetto all'ECU;
  - affida alle rispettive banche centrali, in nome del Fondo, la gestione delle attività in oro e in dollari USA trasferite al Fondo medesimo;
  - effettua il trasferimento di ECU tra i conti di "riserve in ECU" delle banche centrali, particolarmente in relazione al regolamento dei saldi debitori e creditori originati dagli interventi effettuati nel quadro del meccanismo dei tassi di cambio dello SME e al pagamento di interessi computati sulle posizioni nette in ECU delle banche centrali.
- c) La Banca registra nella contabilità del Fondo le operazioni effettuate in connessione con l'Accordo di sostegno monetario a breve termine istituito nel febbraio 1970. Questa linea di credito non è stata più attivata dal 1974, allorché vi fece ricorso la Banca d'Italia.

Nel periodo dal 1° aprile 1981 al 31 marzo 1982 gli interventi effettuati dalle banche centrali partecipanti al meccanismo dei tassi di cambio, che hanno dato luogo a registrazioni in ECU nella contabilità del FECoM, sono complessivamente ammontati a circa ECU 8,5 miliardi.

Al 31 marzo 1982 il Fondo aveva emesso un totale di poco più di ECU 42 miliardi, equivalenti ad un importo pressoché pari in dollari USA al tasso di cambio corrente a quella data. Questi ECU sono stati creati in contropartita delle contribuzioni di attività di riserva da parte delle banche centrali comunitarie, ad eccezione di quella della Grecia il cui ingresso nella Comunità, il 1° gennaio 1981, non ha comportato la partecipazione allo SME. Una parte di queste attività in ECU è stata impiegata da diverse banche centrali comunitarie soprattutto per il regolamento, parziale o totale, dei debiti derivanti dai suddetti interventi.

- 2) Nella sua funzione di Agente del Fondo per l'amministrazione delle operazioni finanziarie attive e passive concluse dalla Comunità in conformità dei regolamenti adottati dal Consiglio delle Comunità europee nel febbraio 1975, la Banca è principalmente responsabile per le seguenti mansioni:
- esecuzione dei pagamenti connessi con le operazioni finanziarie attive e passive per mezzo dei conti che il Fondo ha aperto a suo nome presso la Banca; tali conti sono peraltro puramente di transito, in quanto le somme ricevute dal Fondo in base agli accordi di credito conclusi dalla Comunità vengono trasferite con la stessa data di valuta ai destinatari finali;
  - registrazione di tali operazioni finanziarie nei libri contabili del Fondo;
  - controllo delle scadenze stabilite dai contratti relativi alle operazioni finanziarie attive e passive per il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale;
  - comunicazione alla Commissione delle Comunità europee delle operazioni compiute per conto della CEE.

Durante l'esercizio finanziario 1981-82 la Banca, nella sua funzione di Agente del Fondo, ha effettuato il pagamento di interessi maturati e di commissioni, nonché il rimborso della seconda *tranche* di \$USA 45 milioni, di un prestito di \$USA 100 milioni emesso nel 1977, e il rimborso totale di un altro prestito di \$USA 100 milioni collocato dalla Comunità economica europea nel 1976. Alla data del 31 marzo 1982 la Banca amministrava, dopo i suddetti rimborsi, cinque operazioni di prestito, per un totale di \$USA 930 milioni e di DM 500 milioni, di cui l'85% circa sono stati prestati all'Italia e la restante parte all'Irlanda. Tutte queste operazioni finanziarie attive e passive recano un tasso d'interesse fisso compreso fra il 7,25 e l'8,25% secondo la scadenza del prestito (all'origine mediamente di oltre cinque anni), la moneta di emissione e la data di conclusione del contratto.

Va aggiunto che, con Regolamento del 16 marzo 1981 il Consiglio delle Comunità europee ha semplificato le procedure di accesso allo schema di prestiti comunitari e ne ha elevato il massimale a ECU 6 miliardi, in pratica triplicando il credito erogabile in base a questo meccanismo. Tuttavia nessuna nuova operazione è stata conclusa dopo queste modifiche.

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

Nella riunione del Consiglio tenuta il 10 novembre 1981, il Presidente, Dott. Jelle Zijlstra ha annunciato che, avendo deciso di lasciare la presidenza della Nederlandsche Bank alla fine del dicembre 1981, rassegnava le sue dimissioni dalle cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente della Banca dei Regolamenti Internazionali, con effetto dalla medesima data. Il Dott. Zijlstra ricopriva entrambe queste cariche dal 1° luglio 1967. Il Vice Presidente ha espresso al Dott. Zijlstra la più sincera gratitudine dei membri del Consiglio per gli eminenti servizi resi alla Banca durante il periodo di quattordici anni e mezzo di permanenza in carica, la durata del quale non ha precedenti nella storia della BRI.

Nella stessa riunione, in base all'Articolo 38 dello Statuto, il Consiglio ha eletto il Dott. Fritz Leutwiler, Presidente della Direzione generale della Banca Nazionale Svizzera, alle cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente della BRI per un periodo di tre anni, con decorrenza dal 1° gennaio 1982.

Il mandato di Lord O'Brien of Lothbury in qualità di Vice Presidente del Consiglio veniva a scadere il 28 febbraio 1982. Nella riunione del 9 febbraio 1982 il Consiglio lo ha rieletto a questa carica, in base all'Articolo 38 dello Statuto, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 28 febbraio 1985.

Gli altri cambiamenti in seno al Consiglio di amministrazione sono stati i seguenti (in ordine cronologico):

Il mandato del Barone Ansiaux in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 7 agosto 1981, è stato rinnovato nel luglio 1981 da parte del Signor de Strycker, Governatore della Banca Nazionale del Belgio, in base all'Articolo 27(2) dello Statuto, per un ulteriore periodo fino al 31 gennaio 1982.

Nel settembre 1981 il Prof. Paolo Baffi, il cui mandato di Consigliere veniva a scadenza il 7 novembre 1981, è stato riconfermato nell'incarico dal Dott. Ciampi, Governatore della Banca d'Italia, in base all'Articolo 27(2) dello Statuto, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 7 novembre 1984.

In seguito alle sue dimissioni dalla carica di Presidente della Nederlandsche Bank con effetto dalla fine del dicembre 1981, il Dott. Zijlstra ha rinunciato anche al suo seggio in seno al Consiglio di amministrazione della BRI. Nella riunione del Consiglio tenuta l'8 dicembre 1981, il Dott. W.F. Duisenberg, designato a succedere al Dott. Zijlstra nella carica di Presidente della Nederlandsche Bank, è stato eletto Consigliere, in base all'Articolo 27(3) dello Statuto, per il restante periodo del mandato del suo predecessore, vale a dire fino al 31 marzo 1982.

Nella stessa riunione il Dott. Johann Schöllhorn, il cui mandato di Consigliere veniva a scadere il 31 dicembre 1981, in base all'Articolo 27(2) dello Statuto è stato riconfermato in tale carica dal Signor Pöhl, Presidente della Deutsche Bundesbank, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 dicembre 1984.

Nella riunione del Consiglio del 12 gennaio 1982 il Presidente ha espresso al Barone Ansiaux, il cui mandato veniva a scadere il 31 gennaio, gli apprezzamenti del Consiglio per l'insigne contributo fornito sia all'attività della Banca sia alla cooperazione tra le banche centrali durante il lunghissimo periodo di permanenza in carica, dapprima in qualità di Sostituto, quindi di membro di diritto del Consiglio, e infine di Consigliere nominato.

Nel corso della riunione del 9 febbraio 1982 il Presidente ha informato il Consiglio che il Dott. Ciampi, Governatore della Banca d'Italia, aveva nominato il Dott. Lamberto Dini quale suo Sostituto in luogo del Dott. Mario Sarcinelli. Il Presidente ha espresso l'apprezzamento della Banca per i preziosi servizi resi dal Dott. Sarcinelli.

Alla fine del febbraio 1982 il Signor Cecil de Strycker si è dimesso dalla carica di Governatore della Banca Nazionale del Belgio cui è succeduto, il 1° marzo, il Signor Jean Godeaux, divenuto pertanto membro di diritto del Consiglio. Nella riunione del Consiglio del 9 marzo 1982 il Presidente ha annunciato che il Signor Godeaux, avvalendosi delle disposizioni dell'Articolo 27(2) dello Statuto, ha conferito al Signor de Strycker il mandato di Consigliere per un periodo di tre anni che si concluderà il 28 febbraio 1985. Il Presidente ha altresì espresso il compiacimento dei membri del Consiglio per la permanenza del Signor de Strycker, già membro di diritto dal febbraio 1975, in seno al Consiglio stesso.

Nel corso della medesima riunione il Dott. W.F. Duisenberg, il cui mandato in qualità di Consigliere veniva a scadere il 31 marzo 1982, è stato riconfermato, in base all'Articolo 27(3) dello Statuto, per un periodo di tre anni che si concluderà il 31 marzo 1985.

Il Presidente ha altresì annunciato durante la stessa riunione che la Banca aveva deciso di promuovere il Signor R. G. Stevenson al grado di Direttore Supplente, con effetto dal 1° aprile 1982.

## CONCLUSIONI

Dopo aver subito l'impatto inflazionistico della seconda crisi petrolifera, i paesi industriali dell'Occidente hanno intrapreso un processo di disinflazione, ponendo in atto risolutive politiche antinflazionistiche. Queste politiche iniziano ora a produrre i loro effetti nella forma di un rallentamento sensibile e piuttosto diffuso dell'inflazione. D'altra parte, il loro corso restrittivo ha ulteriormente depresso il ritmo di crescita economica il quale, sotto l'influsso di altri fattori, procedeva su livelli eccezionalmente modesti già da quasi un decennio. Il contrasto fra gli innegabili successi dell'azione antinflazionistica delle autorità e quello che da taluni è considerato come il suo prezzo inaccettabilmente elevato alimenta un dibattito che ovunque, seppure con diversa intensità, domina in misura crescente la scena politica.

Un dibattito costruttivo in materia è reso difficile dal fatto che il processo di disinflazione nel quale si trovano ora impegnati i paesi industriali rappresenta un'esperienza nuova. Certo, vi sono parziali analogie con situazioni anteriori; ma appunto perché parziali, tali analogie rischiano di essere una possibile fonte di equivoco, anziché un elemento chiarificatore. Ciò vale in particolare per i parallelismi spesso stabiliti con la Grande Depressione degli anni 1929-32.

Tre aspetti caratteristici dell'attuale situazione meritano di essere posti in rilievo, in considerazione della loro importanza per la formulazione di raccomandazioni di politica economica: l'onere della lotta all'inflazione è sopportato principalmente dalla politica monetaria, soprattutto negli Stati Uniti; l'inflazione di questo dopoguerra si presenta assai diversa rispetto a quella avutasi in epoche anteriori, e pertanto è necessariamente diverso anche il processo di disinflazione; infine, l'attuale contesto internazionale è caratterizzato da un grado molto elevato di integrazione commerciale e finanziaria. Il primo di questi aspetti caratteristici e il suo ruolo nella persistenza di alti tassi d'interesse reali sono stati esaminati in particolare nel capitolo introduttivo. E' qui opportuno esprimere alcune osservazioni sugli altri due aspetti.

L'inflazione degli ultimi trent'anni è dissimile sia dall'ascesa dei prezzi caratteristica delle tradizionali fluttuazioni cicliche, sia dalle esplosioni di "iperinflazione" avutesi in alcuni paesi europei all'indomani delle due guerre mondiali. Se ne discosta tanto per la sua persistenza, quanto per la sua tendenza ad accelerare: ad eccezione di alcuni casi, l'epoca d'oro degli anni sessanta non fu poi così "aurea" in termini di stabilità dei prezzi. In diversi paesi l'esperienza dell'inflazione ha marcato la vita di un'intera generazione. I soggetti economici hanno gradualmente imparato a vivere con l'inflazione e, fino a pochi anni orsono, tale convivenza non è stata poi così insopportabile; in realtà i paesi industriali dell'Occidente non avevano mai conosciuto nella loro storia un aumento altrettanto rapido e costante del livello di vita. Di conseguenza, le aspettative inflazionistiche si sono radicate profondamente; inoltre, si è sviluppata una forte resistenza, da parte non solo dei salariati, ma di tutte le categorie socio-economiche, a qualsiasi riduzione dei redditi reali e, *a fortiori*, di quelli nominali. E' soltanto in tempi molto recenti che questa resistenza ha mostrato segni di cedimento.

In tale contesto, la combinazione di politiche macroeconomiche restrittive adottata nella scia del secondo shock petrolifero ha creato una situazione nettamente diversa da quella dei precedenti periodi di recessione. Se da un lato, attraverso la loro spinta al rialzo sui tassi d'interesse reali, tali politiche hanno necessariamente comportato un'ulteriore compressione dei profitti societari, dall'altro i redditi reali delle Famiglie sono rimasti in media abbastanza stabili. Di conseguenza, l'attività economica complessiva ha retto relativamente bene, flettendo appena di poco nell'insieme dei paesi industrializzati occidentali. Peraltro, la simultanea presenza di una lenta crescita economica e del mantenimento di salari reali a livelli storicamente molto elevati ha determinato un netto aumento della disoccupazione e si è dimostrata incompatibile con una ripresa degli investimenti.

L'inevitabile conclusione pratica è che, nel mondo attuale, il processo di sradicamento dell'inflazione non può che essere lento e gravoso. Non vi è alcuna cura miracolosa che possa cancellare dalla memoria l'esperienza degli ultimi trent'anni. Sarebbe illusorio sperare che il mero annuncio di politiche antinflazionistiche possa avere un impatto decisivo sull'effettiva formazione dei prezzi; d'altra parte, dato lo scetticismo profondamente radicato nell'opinione pubblica circa la volontà e la capacità dei governi di perseverare nella lotta per una maggiore stabilità dei prezzi, il minimo allentamento di tali politiche rischierebbe di riattivare l'inflazione.

Anche il contesto internazionale in cui ha luogo il processo di disinflazione presenta peculiarità dalle quali le raccomandazioni di politica economica non possono prescindere. Tutti i paesi industriali, gran parte dei paesi in via di sviluppo e taluni paesi socialisti operano con economie più che mai aperte verso l'esterno. La quota di PNL direttamente dipendente dall'interscambio di beni e servizi è aumentata considerevolmente. I flussi di capitali hanno assunto un'ampiezza senza precedenti nella scia dei forti disequilibri nelle bilance dei pagamenti correnti. Il credito bancario ha svolto un ruolo fondamentale in questo processo, e parallelamente è aumentata sempre più l'esposizione internazionale delle banche occidentali in rapporto alle attività e passività sull'interno. In sintesi, il mondo ha raggiunto un grado senza precedenti di interdipendenza economica.

Questa forte interdipendenza favorisce evidentemente la rapida trasmissione di influssi congiunturali. Inoltre, essa rende ciascun paese più esposto alle ripercussioni — sia inflazionistiche sia deflazionistiche — di ampie variazioni dei tassi di cambio così come all'accresciuta instabilità dei mercati valutari; essa infine accelera la diffusione sul piano internazionale di elevati tassi d'interesse. Queste osservazioni di per sé alquanto evidenti vanno integrate con altre considerazioni. La crescente interdipendenza è proceduta in concomitanza con alcuni cambiamenti strutturali — che si possono denominare "shock" esterni allorché si producono in modo brusco e repentino — e con eventi politici che hanno parimenti introdotto nuovi elementi di instabilità nell'economia mondiale.

Tra questi shock le due crisi petrolifere rappresentano i casi citati più frequentemente e meglio analizzati. Vi è tuttavia il rischio di dimenticare che la recente eliminazione dell'eccedenza OPEC — fatto di per sé senz'altro positivo — presenta anche effetti collaterali negativi, se non altro perché altera radicalmente la capacità d'importazione di alcuni paesi petroliferi e impone pertanto un riassetto dei flussi commerciali. Un mutamento meno brusco, ma forse ancor

più duraturo, è quello prodottosi come conseguenza dell'auspicato "decollo" di alcuni paesi emergenti, la cui industria si pone oggi in vivace concorrenza con ampi settori delle economie industriali più sviluppate. Infine si è degradato il clima politico internazionale: le relazioni Est-Ovest si sono progressivamente raffreddate; si sono intensificati i conflitti e i sommovimenti politici, spesso con il ricorso alle armi; la cooperazione tra i paesi occidentali in materia di politica economica internazionale si è gradualmente allentata. E' quindi sorprendente, e inquietante, il contrasto che presenta un mondo integrato sul piano economico-finanziario e frammentato dal punto di vista politico.

Fortunatamente la scena internazionale non presenta soltanto questi aspetti negativi. Anche se la cooperazione tra i paesi mostra indubbe carenze, rispetto al periodo fra le due guerre mondiali il mondo dispone oggi di organismi internazionali i quali, pur non essendo sfuggiti agli effetti di sviluppi politici avversi, hanno resistito alla prova del tempo. Il GATT, attraverso la promozione di approfondite trattative commerciali, è finora riuscito a preservare dalla minaccia del protezionismo l'essenza liberistica e multilaterale del commercio internazionale. L'OCSE costituisce per i paesi industriali un utile centro d'incontro per la trattazione di tutti gli aspetti della politica economica e finanziaria. La Comunità economica europea opera come un vero e proprio mercato comune per la maggioranza dei paesi europei occidentali. La Banca Mondiale prosegue la sua azione efficace nel finanziamento del processo di sviluppo economico. Infine, non ultimo in ordine di importanza, il FMI ha ripreso un ruolo attivo nella concessione di crediti condizionali, contribuendo così a promuovere il processo di aggiustamento internazionale.

In tale situazione, dominata dalla disinflazione e da incertezze sul piano internazionale, i responsabili della politica economica sono posti di fronte a tre serie di interrogativi interdipendenti. E' opportuno perseguire ulteriormente la politica antinflazionistica e, in caso affermativo, in che modo? Quali sono i provvedimenti da adottare affinché il processo di disinflazione non pregiudichi il potenziale di crescita futura, ma prepari invece il terreno per una duratura ripresa? E, fintantoché questa non avrà preso avvio, quali politiche preventive sono necessarie per impedire che la situazione quasi di ristagno delle economie industriali — temporaneo ma inevitabile corollario della disinflazione — provochi una vera e propria crisi dell'economia mondiale?

I Governi dei paesi industriali non hanno semplicemente altra scelta che quella di perseverare nell'attuazione delle politiche antinflazionistiche. Poiché le aspettative inflazionistiche non hanno ancora disarmato, l'allentamento di tali politiche rinfocolerebbe rapidamente l'ascesa dei prezzi e condurrebbe in poco tempo alla peggiore delle situazioni: i sacrifici sostenuti nella lotta contro l'inflazione risulterebbero vani e, dopo una breve tregua, i paesi industriali si troverebbero ad affrontare nuovamente gli stessi problemi, in forma però più acuta.

Ma come portare avanti la politica antinflazionistica fino a che l'inflazione sia posta saldamente sotto controllo? Due suggerimenti conseguono dall'analisi presentata in questa Relazione. Entrambi concernono la combinazione delle politiche. Anzitutto, le politiche macroeconomiche globalmente restrittive dovrebbero essere integrate da iniziative specifiche miranti, direttamente o indirettamente, a limitare l'aumento dei redditi, e in particolare dei salari, con il

duplice obiettivo di arrestare la crescita della disoccupazione e di ripristinare la redditività delle imprese. In secondo luogo, dovrebbe essere sensibilmente alleviato l'onere gravante sulla politica monetaria nel controllo della domanda globale, al fine di allentare le tensioni sui tassi d'interesse reali.

Certo è indispensabile contenere in termini nominali la crescita del PNL, poiché questa è l'unica via per determinare una situazione di eccesso di offerta sui mercati dei beni e dei servizi, condizione essenziale per il successo di qualsiasi politica di stabilizzazione. In mancanza di ciò, è difficile immaginare come possano essere durevolmente piegate le aspettative inflazionistiche. Ma la lentezza con cui i salari nominali — e persino quelli reali — reagiscono a una politica macroeconomica restrittiva comporta elevati costi in termini di produzione e di occupazione.

Sarà pertanto necessario integrare tale politica con provvedimenti diretti a rallentare la crescita delle retribuzioni nominali, in modo diverso che creando disoccupazione, e più rapidamente di quanto otterrebbe di per sé un eccesso di offerta sul mercato del lavoro. Gli strumenti non sarebbero gli stessi in tutto il mondo occidentale. Al contrario, essi dovrebbero essere adattati alle particolarità dei singoli paesi e potrebbero dunque assumere forme molto differenziate.

Un'azione rapida ed efficace per contenere la dinamica salariale appare essenziale non soltanto per arrestare l'aumento della disoccupazione, ma altresì per porre le basi di una ripresa duratura. L'eccessiva crescita delle retribuzioni reali nella maggior parte dei paesi occidentali, soprattutto in Europa fino ad epoca assai recente, ha una notevole parte di responsabilità nell'erosione dei margini di profitto delle imprese e quindi nel ristagno degli investimenti. Fintantoché non verrà invertita questa tendenza, la formazione di capitale fisso non segnerà una ripresa e il modesto flusso di investimenti che avrà luogo sarà in gran parte diretto a risparmiare manodopera.

Nell'ambito di una politica globale di controllo della crescita nominale del prodotto nazionale lordo vi sarebbe spazio anche per un netto cambiamento del ruolo rispettivo delle politiche monetaria e fiscale. Questa considerazione, pur essendo valida per quasi tutti i paesi industriali, concerne in special modo gli Stati Uniti, dato il livello particolarmente elevato dei tassi d'interesse reali in questo paese. Un orientamento più restrittivo della politica fiscale negli Stati Uniti si rende necessario principalmente per due ragioni. Anzitutto, in quanto la discordanza fra le due politiche si presenta qui nel modo più accentuato. In secondo luogo, poiché è proprio in questo paese che, sotto l'influsso delle innovazioni finanziarie e delle aspettative degli operatori economici, è più ristretto il ventaglio delle scelte a disposizione delle autorità monetarie.

L'obiettivo deve essere quello di porre fine ad una situazione in cui eccessivi tassi d'interesse reali si accompagnano a un costante aumento dei salari nominali o, in alcuni casi, di quelli reali, poiché questa combinazione determina inevitabilmente effetti depressivi sul livello sia dell'occupazione sia degli investimenti. Va tuttavia riconosciuto che gli orientamenti dianzi delineati, se da un lato possono contribuire a bloccare la crescita della disoccupazione e a preparare il terreno per una ripresa degli investimenti, dall'altro non sono di natura tale da rilanciare l'attività economica a breve termine. Quasi per definizione, una perseverante politica antinflazionistica implica temporaneamente una crescita più lenta, fors'anche una situazione quasi di

ristagno, delle economie dei paesi industriali. Essa richiede pertanto provvedimenti complementari diretti a mantenere sotto controllo il processo di disinflazione, al fine di evitare che le forze recessive si propaghino attraverso l'economia mondiale altamente integrata. Questi provvedimenti dovrebbero essere applicati in via prioritaria su tre fronti, ossia il mercato dei cambi, il commercio internazionale e il processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti.

L'instabilità di breve periodo dei tassi di cambio, dato il clima di incertezza che ne deriva, esercita effetti inibitori sulle decisioni di investimento e sul commercio internazionale e pone quindi un ulteriore inutile vincolo allo sviluppo della economia mondiale. Vi sono opinioni discordi circa l'importanza di questo influsso che, per di più, sfugge a una valutazione quantitativa. Più palesemente nocivi sono tuttavia taluni cicli nell'evoluzione dei tassi di cambio che si traducono in movimenti eccessivi dei tassi di cambio reali effettivi. L'impatto netto di tali movimenti può essere globalmente depressivo. La sottovalutazione di una importante moneta introduce due elementi di squilibrio nell'economia mondiale. Per il paese in questione essa aggrava le difficoltà della lotta all'inflazione e induce quindi a mantenere politiche macroeconomiche troppo restrittive rispetto alle esigenze di equilibrio interno. Nel resto del mondo essa suscita reazioni protezionistiche. Per converso, un paese con moneta sopravvalutata beneficia sì di un efficace aiuto nella lotta all'inflazione, ma subisce una perdita di competitività che si ripercuote direttamente sul suo livello di attività economica.

Un migliore controllo di questi cicli richiederebbe rinnovati sforzi di cooperazione fra i principali paesi interessati. Gli interventi sui mercati dei cambi, basati preferibilmente su un accordo tra i paesi in questione, sono auspicabili. Tali interventi tuttavia non possono essere pienamente efficaci fintantoché ampi differenziali fra i tassi d'interesse comportano livelli e tendenze dei tassi di cambio incompatibili con l'evoluzione delle posizioni concorrenziali relative. E' anche per questa ragione che un riassetto nella combinazione delle politiche negli Stati Uniti riveste un'importanza cruciale per l'equilibrio dell'economia mondiale.

La situazione quasi di ristagno nei paesi industriali crea un clima particolarmente propizio alle tendenze protezionistiche, ulteriormente rafforzate dalla sottovalutazione di determinate monete. Una tenace opposizione a queste tendenze deve rimanere uno dei primi doveri dei paesi industriali. Il diffondersi del protezionismo in un mondo fortemente aperto al commercio estero rappresenterebbe il modo più rapido e sicuro per propagare le influenze recessive.

Il terzo campo in cui dovrebbero concentrarsi gli sforzi di cooperazione internazionale è quello del processo di aggiustamento e del finanziamento degli squilibri esterni. Nonostante la scomparsa del saldo attivo dell'OPEC, numerosi paesi in via di sviluppo, diversi paesi industriali meno avanzati e alcuni paesi socialisti continuano a presentare consistenti disavanzi nei pagamenti correnti che trovano contropartita nelle eccedenze di taluni paesi industriali maggiori. Al tempo stesso le banche, che hanno assicurato finora la quota maggiore del finanziamento di tali disavanzi, manifestano una crescente riluttanza ad ampliare la propria esposizione sul piano internazionale. Sarebbe spiacevole, benché comprensibile, se la crescente cautela delle banche, spesso ispirata dalle tensioni politiche del momento, si dovesse estendere in modo indiscriminato a interi gruppi di paesi. In mancanza di un'attiva cooperazione internazionale, ciò potrebbe forzare un numero

eccessivo di paesi mutuatari ad operare un aggiustamento troppo rapido, con un effetto cumulativamente depressivo sull'economia mondiale. Sarebbe paradossale se ciò dovesse accadere proprio nel momento in cui il mondo ha appena superato, per la seconda volta, gli ampi squilibri generati dai successivi shock petroliferi.

Questa Relazione non intende affatto sostenere che tutti gli attuali disavanzi meritano di essere finanziati. Buona parte di essi è dovuta a manifesti errori di gestione, cui spetta in primo luogo ai paesi deficitari porre rimedio. Tuttavia, l'attuazione di provvedimenti correttivi richiede tempo. Inoltre, vi sono disavanzi nei pagamenti correnti il cui finanziamento appare ancora più nettamente giustificato, quanto meno su base temporanea: ad esempio, nel caso in cui un paese abbia dimostrato di recente la propria determinazione e capacità di aggiustamento, conseguendo un sensibile miglioramento della bilancia commerciale, gli effetti del quale siano tuttavia parzialmente o del tutto vanificati dall'aumento degli oneri per interessi sull'indebitamento esterno. Infine, anche laddove la bilancia dei pagamenti correnti è in equilibrio, i tentativi di talune banche di ridurre la propria esposizione a livello internazionale potrebbero rendere difficile anche soltanto il rifinanziamento di un debito verso l'estero. In parecchi casi le riserve sull'estero sono insufficienti a far fronte al rimborso di debiti esterni in scadenza.

Questa situazione pone in evidenza il fatto che si è ancora ben lontani dall'aver trovato un ragionevole equilibrio fra l'aggiustamento e il finanziamento dei disavanzi esterni ovvero, dal lato del finanziamento, una ragionevole divisione del lavoro tra il credito bancario privato ed i flussi di fondi ufficiali. L'ideale sarebbe che i paesi deficitari prendessero provvedimenti correttivi con tempestività e che, dal canto loro, i flussi internazionali di fondi promuovessero l'attività d'investimento nei paesi importatori di capitali o contribuissero ad un ordinato processo di aggiustamento interno ogniqualvolta sorgesse un grave squilibrio esterno. Questi flussi premierebbero l'adozione di politiche economiche razionali piuttosto che assecondare una cattiva gestione dell'economia. Una condizionalità progressiva negli stadi iniziali dello squilibrio sarebbe chiaramente preferibile ad un'erogazione di credito eccessivamente generosa, seguita poi da una repentina esclusione dalle fonti di finanziamento esterno.

Ma questo ideale non corrisponde all'attuale situazione di fatto e l'attuazione di politiche di aggiustamento e di procedure di prestito più prossime ad esso richiederà anni di apprendimento da parte dei responsabili della politica economica nei paesi mutuatari, delle banche prestatrici di fondi e delle istituzioni ufficiali. Allo stadio attuale di questo processo di apprendimento — e considerato che, in un contesto di crescita lenta in funzione antinflazionistica nei paesi industriali, un drastico aggiustamento globale nel resto del mondo assumerebbe necessariamente la forma di una riduzione delle importazioni — la cooperazione internazionale dovrebbe mirare a rafforzare il ruolo del finanziamento ufficiale. L'intervento selettivo delle istituzioni ufficiali, e soprattutto del FMI, costituisce in tali circostanze il modo migliore per incanalare nella direzione corretta gli sforzi di aggiustamento, e in pari tempo per ripristinare, con la dovuta cautela, un clima di fiducia sul mercato. E' questo un compito perfettamente alla portata della cooperazione internazionale, anche in un clima politico difficile.

GÜNTHER SCHLEIMINGER  
Direttore generale

**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE  
AL 31 MARZO 1982**

**BILANCIO AL**

ATTIVO

(Prima e dopo la ripartizione)

	<u>Franchi oro</u>
<b>Oro</b> ... ..	5.478.526.941
<b>Cassa in contanti e conti a vista presso banche</b> ... ..	10.808.523
<b>Buoni del Tesoro</b> ... ..	417.483.063
<b>Depositi vincolati e anticipazioni</b>	
In oro	
Fino a 3 mesi ... ..	51.250.994
Ad oltre 3 mesi ... ..	6.903.620
In valute	
Fino a 3 mesi ... ..	8.260.555.382
Ad oltre 3 mesi ... ..	<u>3.300.675.999</u>
	11.619.385.995
<b>Altri titoli</b>	
Fino a 3 mesi ... ..	676.467.626
Ad oltre 3 mesi ... ..	<u>794.500.883</u>
	1.470.968.509
<b>Partite varie</b> ... ..	59.585.363
<b>Terreno, immobili ed arredi</b> ... ..	1
	<u><u>19.056.758.395</u></u>

Nota 1: Il franco oro equivale a gr. 0,29032258... di oro fino - Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di \$USA 208 per oncia di fino (ossia secondo l'equivalenza 1 franco oro = \$USA 1,94149...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Nota 2: Al 31 marzo 1982 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 183.551.737 franchi oro.

**31 MARZO 1982**

dell'utile netto dell'esercizio)

PASSIVO

	<u>Prima della ripartizione</u>	<u>Dopo la ripartizione</u>
	<u>Franchi oro</u>	<u>Franchi oro</u>
<b>Capitale</b>		
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro		
ciascuna ... ..	1.500.000.000	
Emesso: 473.125 azioni ... ..	1.182.812.500	
Liberato per il 25% ... ..	295.703.125	295.703.125
<b>Riserve</b>		
Fondo di riserva legale ... ..	30.070.313	30.070.313
Fondo di riserva generale ... ..	417.152.793	437.152.793
Fondo speciale di riserva per i dividendi ... ..	19.530.055	21.530.055
Fondo di riserva libero ... ..	174.730.236	202.730.236
	641.483.397	691.483.397
<b>Depositi (in oro)</b>		
Banche centrali		
A vista ... ..	4.628.890.436	
Fino a 3 mesi ... ..	29.055.284	
Altri depositanti		
A vista ... ..	33.082.685	
	4.691.028.405	4.691.028.405
<b>Depositi (in valute)</b>		
Banche centrali		
A vista ... ..	350.710.683	
Fino a 3 mesi ... ..	10.796.208.190	
Ad oltre 3 mesi ... ..	1.591.421.635	
Altri depositanti		
A vista ... ..	11.521.785	
Fino a 3 mesi ... ..	325.640.663	
Ad oltre 3 mesi ... ..	11.462.647	
	13.086.965.603	13.086.965.603
<b>Partite varie</b> ... ..	274.639.044	274.639.044
<b>Conto profitti e perdite</b> ... ..	66.938.821	—
<i>Dividendo pagabile il 1° luglio 1982</i> ... ..	—	16.938.821
	<u>19.056.758.395</u>	<u>19.056.758.395</u>

RELAZIONE DEI REVISORI DEI CONTI AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE ED ALL'ASSEMBLEA GENERALE DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, BASILEA

A nostro giudizio, il bilancio e il conto profitti e perdite, ivi comprese le note, rispecchiano, sulla base di quanto indicato alla nota 1, in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1982, nonché degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. Abbiamo ottenuto tutte le informazioni e tutte le spiegazioni da noi richieste. La Banca ha tenuto i suoi libri in modo corretto; il bilancio e il conto profitti e perdite concordano con i libri e con le informazioni e le spiegazioni che ci sono state fornite.

Zurigo, 26 aprile 1982

PRICE WATERHOUSE & CO.

**CONTO PROFITTI E PERDITE**  
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1982

	<u>Franchi oro</u>
Interessi netti e altri redditi ... ..	83.548.161
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione ... ..	168.711
Direzione e personale ... ..	11.392.732
Funzionamento degli uffici e altre spese ... ..	<u>4.190.232</u>
	<u>15.751.675</u>
Risultato netto di gestione ... ..	67.796.486
meno: Importo devoluto all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione ... ..	<u>857.665</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1982 ... ..	66.938.821
Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale ordinaria di ripartire l'utile netto, in base all'articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:	
Dividendo: 135 franchi svizzeri per azione su 473.125 azioni ... ..	16.938.821
	<u>50.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva generale ... ..	20.000.000
	<u>30.000.000</u>
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi ... ..	2.000.000
	<u>28.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero ... ..	28.000.000
	<u>28.000.000</u>
	<u>          </u>

**VARIAZIONI DELLE RISERVE DELLA BANCA**  
**nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1982**

in franchi oro

**I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1981-82**

	<u>Fondo di riserva legale</u>	<u>Fondo di riserva generale</u>	<u>Fondo speciale di riserva per i dividendi</u>	<u>Fondo di riserva libero</u>
Consistenza al 1° aprile 1981, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1980-81 ... ..	30.070.313	417.152.793	19.530.055	174.730.236
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1981-82 ... ..	-	<u>20.000.000</u>	<u>2.000.000</u>	<u>28.000.000</u>
Consistenza al 31 marzo 1982, come da Bilancio ... ..	<u>30.070.313</u>	<u>437.152.793</u>	<u>21.530.055</u>	<u>202.730.236</u>

**II. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1982 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:**

	<u>Capitale versato</u>	<u>Riserve</u>	<u>Totale</u>
Attività nette in			
Oro ... ..	295.703.125	366.398.288	662.101.413
Valute ... ..	-	<u>325.085.109</u>	<u>325.085.109</u>
	<u>295.703.125</u>	<u>691.483.397</u>	<u>987.186.522</u>

## CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Dott. Fritz Leutwiler, Zurigo      Presidente del Consiglio di amministrazione,  
Presidente della Banca

The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, Londra  
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Prof. Paolo Baffi, Roma  
Dott. Carlo Azeglio Ciampi, Roma  
Bernard Clappier, Parigi  
Dott. W. F. Duisenberg, Amsterdam  
Jean Godeaux, Bruxelles  
Renaud de la Genière, Parigi  
Karl Otto Pöhl, Francoforte  
The Rt. Hon. Gordon Richardson, Londra  
Dott. Johann Schöllhorn, Kiel  
Cecil de Strycker, Bruxelles  
Lars Wohlin, Stoccolma

### Sostituti

Dott. Lamberto Dini, Roma, oppure  
Dott. Giovanni Magnifico, Roma  
Dott. Leonhard Gleske, Francoforte  
Georges Janson, Bruxelles  
Gabriel Lefort, Parigi, oppure  
Jacques Waitzenegger, Parigi  
A. D. Loehnis, Londra, oppure  
M. J. Balfour, Londra

### DIREZIONE

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

---

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