

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

CINQUANTATREESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1982 – 31 MARZO 1983

BASILEA

13 giugno 1983

INDICE

	Pagina
Introduzione	1
I. Dalla disinflazione alla crescita equilibrata	3
II. Il processo di disinflazione, 1979-1983	8
<i>Aspetti salienti (p. 8); la disinflazione: gli antefatti (p. 9); la disinflazione dal 1979 agli inizi del 1983 (p. 10): il differente impatto dei tassi di cambio (p. 14), il cambiamento della dinamica delle retribuzioni (p. 17); produzione e domanda (p. 19): i fattori della domanda e le componenti prezzo-quantità del PNL nominale (p. 20), il problema della combinazione delle politiche negli Stati Uniti (p. 23), la politica fiscale al di fuori degli Stati Uniti (p. 26); il problema della disoccupazione (p. 28); disinflazione: progressi conseguiti e prospettive (p. 30): le prospettive di ripresa (p. 32).</i>	
III. I mercati finanziari e le innovazioni in campo finanziario	34
<i>Aspetti salienti (p. 34); la disinflazione e la velocità di circolazione della moneta (p. 36); il cambiamento nella struttura delle posizioni finanziarie dei settori (p. 38); il rallentamento dei flussi creditizi complessivi (p. 40); il credito bancario e l'espansione monetaria (p. 42); un rilancio dell'attività sul mercato dei capitali? (p. 44); fragilità finanziaria e ristrutturazione dei bilanci (p. 47); le innovazioni finanziarie (p. 50); la gestione delle passività (p. 53); accorciamento delle scadenze e crediti a tasso variabile (p. 55); gli sviluppi nei singoli paesi (p. 57); le innovazioni e la politica monetaria (p. 62).</i>	
IV. La politica monetaria e il processo disinflazionistico	66
<i>Aspetti salienti (p. 66); i tassi d'interesse nominali (p. 67): recenti sviluppi (p. 67), struttura dei rendimenti (p. 69), variabilità dei tassi d'interesse (p. 69), premi di rischio e condizioni del credito delle istituzioni finanziarie (p. 70); tassi d'interesse reali (p. 71); problemi della politica monetaria (p. 72); gli aggregati monetari: andamenti e politiche (p. 73): i recenti andamenti monetari in una prospettiva di più lungo periodo (p. 73), il quadro di base della politica monetaria (p. 75), il passaggio ad una maggiore flessibilità (p. 78), le prospettive a breve termine della fissazione di obiettivi (p. 81); il tasso d'interesse e il tasso di cambio come obiettivi della politica monetaria (p. 83): il quadro di base (p. 83), politiche impostate sui tassi di cambio nel periodo di ascesa dei tassi d'interesse (p. 84), reazioni dei tassi d'interesse in un contesto di tassi d'inflazione calanti (p. 87); il margine di manovra della politica monetaria (p. 88).</i>	

V	Il commercio e i pagamenti internazionali	90
	Aspetti salienti (p. 90); il commercio mondiale (p. 91); gli andamenti complessivi delle bilance dei pagamenti e l'interdipendenza globale (p. 93): <i>origine ed implicazioni della discrepanza nei pagamenti correnti mondiali</i> (p. 93), <i>l'interdipendenza degli sviluppi delle partite correnti</i> (p. 95), <i>gli effetti della recessione nei paesi del Gruppo dei Dieci sulle posizioni correnti aggregate del resto del mondo</i> (p. 96), <i>aggiustamento e finanziamento di fronte al deteriorarsi delle posizioni nei pagamenti correnti</i> (p. 100), <i>le ripercussioni dell'aggiustamento nel resto del mondo sui paesi del Gruppo dei Dieci</i> (p. 103); l'andamento delle bilance dei pagamenti nei paesi del Gruppo dei Dieci (p. 103): <i>le partite correnti</i> (p. 103), <i>i saldi dei movimenti di capitali</i> (p. 109).	
VI.	I mercati internazionali del credito e dei capitali	116
	Aspetti salienti (p. 116); la crescita del credito internazionale complessivo nel 1982 (p. 117); il settore bancario internazionale nel 1982: <i>evoluzione dei principali aggregati</i> (p. 118); <i>la distribuzione geografica dei fondi bancari internazionali dal lato delle fonti e degli impieghi</i> (p. 123); <i>l'indebitamento internazionale verso le banche dal 1974 al 1982</i> (p. 126): <i>l'accumulazione dell'indebitamento internazionale verso le banche dal 1974 al 1979</i> (p. 127), <i>l'evolversi della situazione fino alla crisi del 1982</i> (p. 131), <i>valutazioni e conclusioni</i> (p. 139); i mercati obbligazionari internazionali (p. 141).	
VII.	La scena monetaria internazionale	146
	Aspetti salienti (p. 146); gli andamenti dei tassi di cambio (p. 147): <i>le monete fluttuanti</i> (p. 147), <i>andamenti dei tassi di cambio nel quadro dello SME</i> (p. 152); <i>le fluttuazioni dei tassi di cambio: un esame degli andamenti sul mercato dei cambi del dollaro nel periodo 1977-1983</i> (p. 156); <i>la produzione ed il mercato dell'oro nel 1982</i> (p. 161); <i>le riserve e la liquidità internazionale</i> (p. 164): <i>andamenti nel 1982</i> (p. 164), <i>gli andamenti in una prospettiva di più lungo periodo</i> (p. 168).	
VIII.	L'attività della Banca	174
	L'assistenza finanziaria alle banche centrali (p. 174); sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 176); operazioni della Banca (p. 178): <i>passivo (composizione delle risorse)</i> (p. 180), <i>attivo (impiego delle risorse)</i> (p. 182), <i>operazioni a termine in oro</i> (p. 184); <i>ripartizione dell'utile netto</i> (p. 185); 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. 186); la Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (p. 186); i cambiamenti nel Consiglio di amministrazione (p. 188).	
	Conclusioni	189

* *
*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1983.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati con un asterisco)

	Pagina
II. Il processo di disinflazione, 1979-1983	
Paesi del Gruppo dei Dieci: indicatori dell'inflazione e della disinflazione, 1968-1983*	11
Prezzi dei prodotti primari a mercato mondiale: petrolio e materie prime non petrolifere*	12
Decelerazione nel ritmo di crescita del reddito nominale e dei prezzi al consumo	14
Variazioni dei prezzi al consumo	15
Variazioni dei prezzi al consumo e dei valori unitari delle importazioni*	16
Variazioni delle retribuzioni nominali e reali	18
Maggiori paesi industriali: dinamica del PNL a prezzi costanti e delle sue componenti	21
Produzione industriale*	22
Domanda di esportazioni nei paesi industriali, 1978-1982	23
Combinazione delle politiche monetaria e fiscale negli Stati Uniti*	24
Disavanzo finanziario delle amministrazioni pubbliche in percentuale del risparmio privato lordo, 1966-1982	27
Disoccupazione	28
Paesi industriali: inflazione e disoccupazione, 1967-1983*	31
Indici di "malessere", 1970-1983	31
III. I mercati finanziari e le innovazioni in campo finanziario	
Variazioni nella velocità di circolazione della moneta in rapporto al reddito*	37
Saldi finanziari dei settori	39
Fondi raccolti dai soggetti residenti non finanziari	41
Variazioni nel credito bancario e nella quantità di moneta in senso lato	43
Mercati nazionali dei capitali: nuove emissioni di azioni e obbligazioni	46
Società non finanziarie: quote di finanziamento interno e quozienti di bilancio	49
Velocità di circolazione di M_1 rispetto al reddito e tassi d'interesse a breve	52
Rapporto tra spesa privata per consumi e circolante*	53
Quote dei depositi a vista sul totale delle passività di banche commerciali	54
Rapporto fra M_1 e M_2	55
Stati Uniti: struttura dei crediti commerciali e industriali delle banche*	56
Credito bancario e accorciamento delle scadenze	56
Stati Uniti: evoluzione della composizione della moneta*	59
Variabilità dei tassi d'interesse a lungo termine	64
IV. La politica monetaria e il processo disinflazionistico	
Tassi d'interesse a breve e a lungo termine*	68
Variabilità giornaliera dei tassi d'interesse del mercato monetario	70
Premi di rischio e margine di intermediazione*	71
Rendimenti obbligazionari reali	72
Quantità di moneta in senso ampio e PNL in termini nominali e reali*	74

Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi effettivi di crescita	76
Scostamenti della quantità di moneta dai valori mediani di obiettivo e tassi d'interesse*	80
Differenziali dei tassi d'interesse a breve, tassi di cambio e attività nette sull'estero delle banche centrali*	85

V. Il commercio e i pagamenti internazionali

Commercio mondiale, 1980-82	91
Saldi delle partite correnti, 1980-82	94
Saldi aggregati delle partite correnti dei principali gruppi di paesi e discrepanza dei pagamenti correnti mondiali*, 1972-1982	96
Paesi in via di sviluppo non OPEC: saldi effettivi ed ipotetici delle bilance dei pagamenti correnti, 1980-82	98
Paesi in via di sviluppo non OPEC: finanziamento dei disavanzi delle partite correnti, 1980-82. Stime	101
Paesi OPEC: impiego delle eccedenze disponibili, 1981-82. Stime	102
Paesi del Gruppo dei Dieci: flussi di capitali e variazioni nelle posizioni monetarie ufficiali nette, 1981-82	109
Stati Uniti: distribuzione geografica dei flussi netti di capitali del settore privato, 1980-82	111

VI. I mercati internazionali del credito e dei capitali

Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime): variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche ed emissioni obbligazionarie internazionali	117
Attività e passività verso l'estero in moneta nazionale e in valuta estera delle banche nei singoli paesi dichiaranti	119
Struttura per monete dell'attività bancaria internazionale	120
Scomposizione dell'attività bancaria internazionale fra settore bancario e non bancario	122
Distribuzione geografica dei flussi bancari internazionali	125
Flussi tra le banche dichiaranti alla BRI e gruppi di paesi esterni all'area dichiarante, 1974-1982. Stime	128
Tassi d'interesse dell'eurodollaro e variazioni dei prezzi all'esportazione dal 1973 al 1983*	130
Fattori determinanti il fabbisogno d'indebitamento e ricorso netto dei PVS non OPEC al credito bancario internazionale dal 1974 al 1982*	131
Evoluzione dell'indebitamento internazionale dei PVS non OPEC dal 1973 al 1982*	132
Caratteristiche dell'indebitamento esterno di alcuni paesi verso le banche, 1978-1982*	134
Evoluzione dell'indebitamento lordo e netto di alcuni paesi verso le banche, 1975-1982*	137
Emissioni obbligazionarie internazionali	142
Tassi d'interesse sui depositi in eurovalute e rendimenti delle obbligazioni in dollari USA e in DM sui mercati internazionali*	143
Emissioni obbligazionarie internazionali per tipo di titoli	144

VII. La scena monetaria internazionale

Andamenti dei tassi di cambio bilaterali rispetto al dollaro USA delle monete di alcuni paesi industriali, 1981-83*	148
Andamenti dei tassi di cambio effettivi delle monete di alcuni paesi industriali, 1980-83*	149
Variabilità giornaliera di alcuni tassi di cambio a pronti del dollaro	151
Tassi di cambio a pronti nel meccanismo dei tassi di cambio dello SME, 1982-83*	153
Evoluzione dei tassi di cambio nominali e reali delle altre monete dello SME rispetto al marco tedesco e variazioni dei prezzi al consumo nei paesi membri, 1978-1983*	155
Variazioni dei tassi di cambio nominali e reali del marco tedesco, dello yen e della sterlina rispetto al dollaro USA, 1977-1983*	156
Produzione mondiale di oro. Stime	162
Mercato dell'oro: fonti e impieghi. Stime	163
Prezzi di mercato dell'oro in dollari USA e in franchi svizzeri, 1981-83*	163
Variazioni nelle riserve globali, 1980-82	165
La struttura degli impieghi delle riserve valutarie, 1979-1982	168
Riserve non auree globali, rapporti riserve/importazioni e passività verso le banche dichiaranti alla BRI, da fine 1969 a fine 1982	171

VIII. L'attività della Banca

Totali di bilancio negli ultimi quattro esercizi finanziari	179
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi quattro esercizi finanziari	180
Origine delle risorse finanziarie esterne	181
Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne	182
Composizione delle attività a vista e di altri investimenti	183
"Depositi vincolati e anticipazioni" e "Altri titoli", suddivisi in base alla vita residua	184

CINQUANTATREESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea il 13 giugno 1983

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la cinquantatreesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1982 e terminato il 31 marzo 1983.

Dopo il trasferimento di franchi oro 817.637 all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione", l'utile netto dell'esercizio 1982-83 ammonta a franchi oro 65.826.173 a fronte di franchi oro 66.938.821 del precedente esercizio.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale delibere di destinare l'importo di franchi oro 15.826.173 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 e il residuo di franchi oro 30.000.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1982-83 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1983.

I. DALLA DISINFLAZIONE ALLA CRESCITA EQUILIBRATA

Il processo di disinflazione avviato dai paesi industriali dell'Occidente sulla scia della seconda crisi petrolifera ha segnato un'accelerazione nel 1982, ed è proseguito nei primi mesi di quest'anno. Un buon numero di paesi ha conseguito importanti successi nella lotta contro l'inflazione, ponendo così le basi per un rilancio dello sviluppo. E, in effetti, negli ultimi mesi la ripresa economica pare aver preso piede abbastanza solidamente nel mondo industrializzato, soprattutto negli Stati Uniti, ma anche in alcuni altri paesi maggiori. L'eccedenza OPEC è scomparsa e il prezzo ufficiale di riferimento del petrolio – in verità misurato in termini di un dollaro forte – ha segnato una flessione per la prima volta da oltre vent'anni. Tuttavia, accanto a questi elementi positivi, la disinflazione ha portato con sé – o in molti casi ha semplicemente messo in evidenza – una serie di gravi problemi. Sul piano interno, essa ha comportato un prolungato ristagno, una forte crescita della disoccupazione e diffusi problemi di fragilità finanziaria. A livello internazionale, la disinflazione ha acuito i problemi connessi al servizio del debito esterno di alcuni paesi, facendo dapprima lievitare i tassi d'interesse e mantenendoli poi ad alti livelli in termini reali, e inoltre deprimendo il commercio mondiale e i prezzi delle materie prime. Sono questi gli aspetti salienti dell'evoluzione economica del periodo 1982–83 che vengono analizzati in questa Relazione.

Vi sono crescenti indicazioni a sostegno della tesi che l'azione risoluta intrapresa per spezzare la protratta tendenza ascendente dell'inflazione mondiale sta dando risultati tangibili, che nel corso del 1982 sono stati assai più consistenti di quanto prevedessero molti osservatori. Il risultato più manifesto è naturalmente il calo del tasso di incremento dei diversi indici dei prezzi, pur tenendo conto di taluni influssi molto favorevoli ma di carattere transitorio. Già da alcuni mesi i prezzi all'ingrosso, e finanche quelli al consumo, sono rimasti quasi stabili in un certo numero di paesi. I prezzi nel settore immobiliare non hanno praticamente mostrato alcuna tendenza ascendente e in alcuni casi hanno persino fatto registrare sensibili flessioni. Tuttavia i cambiamenti forse più importanti e – si auspica – più durevoli si sono prodotti sul mercato del lavoro. Il tasso di crescita del costo del lavoro in taluni paesi ha subito un rallentamento tale che, se vi è un ritorno ad una crescita normale della produttività, e sempre che ciò non comporti una più rapida progressione delle retribuzioni nominali, i costi unitari del lavoro potrebbero essere mantenuti lungo un nuovo corso di relativa stabilità. In gran parte dei paesi sono calati i salari reali – con casi isolati di riduzioni delle retribuzioni nominali – e vi è stato un miglioramento dei tassi tendenziali di redditività delle imprese. D'altra parte, nonostante questi risultati, è vero che in un numero ancora rilevante di paesi l'azione per contenere l'inflazione e per rafforzare la posizione verso l'estero non ha compiuto molti progressi.

Alla disinflazione si è associato, almeno fino in epoca recente, un ristagno della produzione nel mondo industrializzato preso nel suo insieme. E' probabile che l'errata combinazione delle politiche, cioè l'onere eccessivo sopportato dalla politica monetaria nell'azione di restrizione complessiva, abbia contribuito a rendere più prolungato il ristagno economico. Ed è certo che, con la spinta al rialzo esercitata

sui tassi d'interesse, la combinazione delle politiche ha avuto un influsso particolarmente inibente sulla formazione di capitale, incidendo così negativamente sul potenziale di crescita futura. Non va tuttavia dimenticato che i problemi di sviluppo dei paesi industriali dell'Occidente non hanno avuto inizio tre anni fa, allorché essi intrapresero un'azione congiunta per contrastare gli effetti di spinta sui costi del secondo shock petrolifero. I primi segni di una svolta nella dinamica tendenziale della crescita, almeno per quanto concerne gli investimenti fissi, si erano palesati già negli ultimi anni sessanta e all'inizio degli anni settanta, quindi ben anteriormente alla prima crisi petrolifera. Se permangono incerte le cause più profonde di tale svolta, sono invece chiare quelle più immediate: la crescente quota di reddito a favore del lavoro, la redditività calante delle imprese, il ruolo sempre più ampio assunto dal settore pubblico, la scarsa formazione di capitale e la più lenta crescita della produttività.

Parimenti non si dovrebbero imputare gli attuali livelli di disoccupazione unicamente alle politiche di restrizione della domanda attuate negli ultimi tre anni. La disoccupazione, soprattutto nell'Europa occidentale, mostrava da ben più lungo tempo una tendenza ascendente, sotto l'influsso congiunto di un più lento sviluppo economico, della crescita demografica e, in alcuni paesi, dell'aumento dei tassi di partecipazione delle forze di lavoro. A tutto ciò si aggiunge il fatto non meno importante che l'aumento eccessivo dei costi salariali reali e i crescenti ostacoli posti alla mobilità del lavoro hanno agito da forte incentivo ad attuare investimenti e innovazioni comportanti risparmio di manodopera. E' in tale contesto che i recenti cali dei salari reali diventano un importante fattore di aggiustamento, aldilà del loro contributo diretto al rallentamento dell'inflazione.

Il quadro si presenta abbastanza simile nel caso delle manifestazioni di fragilità finanziaria emerse nella maggior parte dei paesi industriali dal 1981 in poi. Non vi è alcun dubbio che il processo di disinflazione, con l'inevitabile conseguenza — iniziale — di una compressione dei flussi di liquidità e di un innalzamento dei tassi d'interesse, ha aggravato la posizione finanziaria di molte imprese, portando alcune di esse al fallimento. Ma è altrettanto chiaro che la redditività e le posizioni di bilancio delle imprese avevano cominciato a deteriorarsi molto tempo prima. In gran parte dei paesi industriali il peggioramento del rapporto fra passività e mezzi propri, così come l'incremento della quota delle passività a breve aveva avuto inizio verso la metà degli anni settanta, se non prima. Va poi detto che il peggio pare ora essere passato. Vi sono qua e là segni di un graduale recupero dei margini di profitto, in parte come conseguenza diretta del successo ottenuto dalla disinflazione sul mercato del lavoro, con un corrispondente impatto favorevole sul *cash flow* e sulla struttura finanziaria delle società. Il calo dei tassi d'interesse, anche se avvenuto nella maggior parte dei paesi soltanto in termini nominali, ha agito positivamente nella stessa direzione. La distensione intervenuta sui mercati del credito a lungo termine dovrebbe con il tempo contribuire ad allungare la struttura per scadenze delle passività aziendali, mentre l'aumento delle quotazioni azionarie ha decisamente migliorato le possibilità di finanziamento con capitale di rischio. Tutto ciò non è passato inosservato nei mercati finanziari: gli indicatori della fragilità finanziaria — ossia i diversi differenziali di rendimento — sono in fase di miglioramento dallo scorso autunno.

Nei mercati finanziari la disinflazione si è accompagnata lo scorso anno ad un sensibile indebolimento della domanda privata di credito, soprattutto bancario, e ad

un concomitante aumento della domanda di saldi monetari in termini reali. Da un lato, il settore delle imprese ha cercato di diminuire il proprio disavanzo finanziario comprimendo gli investimenti e l'occupazione, mentre il settore delle famiglie ha fatto minore ricorso al credito per finanziare la spesa in beni di consumo durevoli e in abitazioni. Questi sviluppi hanno costituito un ulteriore aggravio congiunturale per i bilanci del settore pubblico in un momento in cui i governi stavano lottando per conseguire un migliore controllo della componente strutturale dei disavanzi. D'altra parte, i disavanzi stessi hanno contribuito a fornire un certo necessario sostegno anticiclico, dato il cedimento dell'attività economica, e a soddisfare la maggiore domanda di liquidità del settore privato. Pertanto, l'atteggiamento cautelativo di questo settore, unitamente ai cali dei tassi d'interesse e dei tassi d'inflazione, si è rispecchiato in alcune sensibili diminuzioni della velocità di circolazione degli aggregati monetari rispetto al reddito, particolarmente negli Stati Uniti. Peraltro, in questo e in alcuni altri paesi le innovazioni finanziarie hanno aggiunto ulteriori difficoltà alla definizione, al controllo e all'interpretazione della dinamica degli aggregati stessi.

In siffatte circostanze, e a causa delle incertezze sulla forza residua delle aspettative inflazionistiche, la condotta della politica monetaria è divenuta estremamente difficile. In diversi paesi è stato necessario introdurre un più ampio elemento discrezionale nelle politiche di controllo degli aggregati monetari. Le diminuzioni registrate nella velocità della moneta erano particolarmente difficili da interpretare, poiché esse potevano indicare un cambiamento durevole negli atteggiamenti inflazionistici, oppure un mutamento transitorio che avrebbe potuto annullarsi rapidamente con l'avviarsi della ripresa economica. In generale le autorità monetarie hanno in certa qual misura assecondato quella che ritenevano essere una domanda di liquidità eccezionale, date le condizioni di severa recessione, accompagnata da diffuse indicazioni di fragilità finanziaria, sul piano sia interno che internazionale. Negli Stati Uniti, ad esempio, si è permesso che l'espansione monetaria si muovesse ben al di sopra dei valori di obiettivo. Tuttavia, nonostante il maggiore margine di flessibilità, la condotta della politica monetaria è rimasta soggetta ai vincoli stringenti posti dai timori di una recrudescenza dell'inflazione e dalla mancanza di un sufficiente sostegno da parte delle politiche fiscali e dei redditi. Comunque, se si considera la misura in cui è stata ridotta l'inflazione dei prezzi e dei salari, si può ritenere che nei paesi industriali la politica monetaria sia abbastanza in grado di assecondare un moderato tasso di ripresa del prodotto in termini reali.

E' sul piano della finanza internazionale che il processo di disinflazione ha fatto emergere nel modo più clamoroso i problemi che si erano andati accumulando già da tempo. Nonostante la graduale scomparsa dell'eccedenza OPEC, è rimasto molto ampio il disavanzo corrente dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, così come quello di diversi paesi sviluppati; al tempo stesso anche taluni paesi produttori di petrolio ad alta capacità di importazione hanno cominciato a presentare considerevoli squilibri dei conti con l'estero. La spiegazione risiede ovviamente nella flessione della domanda mondiale, nel peggioramento delle ragioni di scambio e, soprattutto, negli altissimi livelli dei tassi d'interesse a breve sul dollaro nel 1981 e nei primi mesi del 1982. Quest'ultimo fattore è stato acuito, almeno fino in epoca recente, dal fatto che i crediti bancari a tasso fluttuante erano divenuti progressivamente la parte preponderante del debito esterno dei paesi. Inoltre, contrariamente a quanto avvenuto nei primi anni settanta, non vi è stata alcuna

inflazione dei prezzi all'esportazione, soprattutto delle materie prime, che avrebbe contribuito ad erodere il valore reale di queste passività. Il risultante brusco passaggio dei tassi d'interesse reali a breve da valori negativi a valori fortemente positivi ha avuto effetti rovinosi sulle partite correnti di tutti quei paesi che avevano accumulato un ampio indebitamento verso l'estero. In aggiunta a ciò, la struttura per scadenze delle passività esterne, con la sua forte componente a breve, ha introdotto un fattore di notevole instabilità. Allorché, in parte sotto l'impatto di eventi politici, le banche si sono lasciate vincere dalla "sindrome della regionalizzazione", e hanno sospeso l'erogazione di crediti dapprima all'Europa orientale e quindi all'America Latina, cercando in alcuni casi addirittura di ridurre la loro esposizione, al problema "di flusso" del finanziamento delle bilance correnti si è venuto ad aggiungere un problema "di stock".

Tuttavia, così come non si può imputare la comparsa di problemi finanziari interni unicamente alle politiche antinflazionistiche dei paesi occidentali, sarebbe altrettanto erroneo sottovalutare il ruolo avuto dal processo di accumulazione dell'indebitamento internazionale. In assenza di tale processo, che ha assunto una particolare rapidità negli ultimi nove anni, la disinflazione avrebbe esercitato effetti assai più blandi e meno deleteri sull'Europa orientale e sui paesi in via di sviluppo. L'accelerazione di questo processo è iniziata con la prima crisi petrolifera, allorché il sistema bancario occidentale è subentrato come principale intermediario finanziario fra i paesi eccedentari e quelli in disavanzo. Ciò fu accolto ovunque con favore in quanto utile agli interessi dell'economia mondiale poiché, in assenza di altri mezzi su vasta scala per intermediare gli squilibri finanziari, vi era il pericolo che l'economia mondiale entrasse in una spirale di vera e propria depressione. Questo giudizio parve allora alquanto corretto. Anche retrospettivamente si può dire che sia la quota di risorse destinate al servizio del debito nella maggior parte dei paesi mutuatari, sia l'esposizione verso l'estero delle banche rimasero entro limiti sopportabili fin verso il 1977-78. A quell'epoca, tuttavia, nonostante la scomparsa del primo disequilibrio petrolifero, alcuni paesi iniziarono ad accumulare passività ad un ritmo che sarebbe stato insostenibile anche se la domanda mondiale dei loro prodotti avesse continuato a crescere rapidamente e se i tassi d'interesse fossero rimasti su bassi livelli. Data la situazione favorevole ai mutuatari il mercato riuscì, per così dire, ad estromettere il più cauto finanziamento condizionale del FMI, ed i paesi deficitari non ebbero pertanto forti stimoli esterni ad intraprendere il processo di aggiustamento interno. Il secondo shock petrolifero aggravò la situazione e, allorché i paesi industriali decisero di dare avvio ad una politica antinflazionistica, sia l'indebitamento internazionale sia l'esposizione verso l'estero delle banche avevano raggiunto livelli tali da creare una situazione di fragilità finanziaria.

Si è tuttavia evitata una crisi finanziaria grazie all'efficace cooperazione fra i maggiori protagonisti della scena finanziaria internazionale. Le banche centrali dei paesi occidentali, sotto l'egida della BRI, hanno accordato crediti di emergenza consentendo che fosse posto in atto il finanziamento condizionale del FMI. In tal modo esse hanno segnalato al mercato la loro determinazione a contrastare qualsiasi minaccia di fondo al sistema finanziario nel suo complesso. Il FMI ha prontamente negoziato alcune ampie linee di credito sottoposte ad una severa condizionalità. I governi, superando in taluni casi una certa riluttanza iniziale, hanno concordato un sensibile aumento delle quote del FMI e un ampliamento dei GAB. Un certo

numero di paesi deficitari ha messo in atto politiche di aggiustamento abbastanza drastiche. E infine, le banche, poste di fronte ad una situazione di emergenza, hanno dato prova di pacatezza astenendosi da precipitose azioni di costituzione in mora, nonostante i crescenti arretrati e le difficili rinegoziazioni dei prestiti. Pur non risolvendo i problemi di fondo, gli interventi di emergenza hanno consentito di mantenere sotto controllo la situazione e concesso una pausa di riflessione ai responsabili delle politiche per un più pacato apprezzamento della situazione.

Al tempo stesso, in molti paesi gli andamenti dei tassi di cambio hanno anch'essi contribuito a perturbare le linee di attuazione delle politiche. Nell'arco di diciotto mesi gli aggiustamenti nell'ambito dello SME hanno superato per numero e per ampiezza quelli intervenuti nei primi due anni e mezzo di esistenza del Sistema, e tutti questi aggiustamenti sono stati preceduti e seguiti da movimenti di capitali su vasta scala. La variabilità a breve termine dei tassi di cambio delle maggiori monete fluttuanti rispetto al dollaro è rimasta a livelli fastidiosamente elevati. Tuttavia, l'aspetto più preoccupante è costituito dalla persistente sostenutezza del dollaro — attribuibile in larga misura al dosaggio delle politiche negli Stati Uniti — la quale sta creando una configurazione insostenibile delle bilance dei pagamenti correnti, con la conseguenza di provocare pressioni protezionistiche all'interno degli Stati Uniti e di attenuare sensibilmente, per diversi paesi, gli effetti benefici dei più bassi prezzi del petrolio.

Fin dall'inizio era abbastanza ovvio che la politica di disinflazione messa in atto dopo anni di distorsioni inflazionistiche avrebbe comportato sensibili costi nel breve periodo. Soltanto i più ottimistici fautori della teoria delle "aspettative razionali" avrebbero potuto sperare che le pressioni dei salari e dei prezzi avrebbero ceduto senza gravi perdite in termini di produzione e di occupazione nei paesi industriali. Né ci si poteva aspettare che il processo disinflazionistico non avrebbe avuto conseguenze gravose per il resto del mondo. Ma il fatto è che non vi era alternativa accettabile: quanto maggiore fosse stato il ritardo nel dare avvio a una decisa offensiva antinflazionistica coordinata a livello internazionale, tanto più grandi sarebbero stati non soltanto gli effetti deleteri dell'inflazione stessa, ma anche i probabili costi della disinflazione in termini di mancata produzione, di disoccupazione e di maggiore instabilità finanziaria sia nell'ambito del mondo industrializzato sia a livello internazionale.

La Relazione dello scorso anno ha messo in rilievo come le autorità fossero di fronte ad una difficile scelta fra il perseguimento di una politica antinflazionistica che iniziava appena a dare i suoi frutti, ma non era allora abbastanza avanzata, e il sostegno dell'attività economica mondiale in misura sufficiente a impedire una vera e propria crisi. Le considerazioni sull'"angusto sentiero della politica economica" richiedono di essere aggiornate per due aspetti. Da un lato, si può affermare che, i sostanziali progressi conseguiti durante il 1982 nella lotta all'inflazione forniscono alle autorità un grado di libertà maggiore rispetto a un anno fa per tener conto del livello dell'attività economica mondiale e delle sue implicazioni finanziarie sul piano interno e soprattutto internazionale. D'altra parte i responsabili delle politiche dovrebbero continuare a mantenere un appropriato equilibrio fra i problemi immediati e gli obiettivi a più lungo termine di una crescita duratura e non inflazionistica, di un solido sistema finanziario internazionale e di un valido processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti.

II. IL PROCESSO DI DISINFLAZIONE, 1979-1983

Aspetti salienti

Nel corso degli ultimi tre-quattro anni i paesi industriali dell'Occidente si sono impegnati in un'azione risoluta, che non ha precedenti, per spezzare il processo inflazionistico. Le origini di questo malessere sono remote e risalgono in molti casi alla metà degli anni sessanta. Tuttavia, è soltanto con il secondo shock petrolifero, alla fine degli anni settanta, che il danno provocato dall'inflazione è stato percepito così diffusamente e intensamente da suscitare una tale decisa reazione delle politiche economiche.

Gli strumenti impiegati sono consistiti fundamentalmente in politiche monetarie e — seppure in misura nettamente minore — in politiche fiscali orientate in senso restrittivo. In un crescente numero di paesi, tuttavia, sono stati ripresi o rafforzati i precedenti tentativi di attuare misure ispirate alla politica dei redditi. Nondimeno, se si considerano i paesi industriali nel loro insieme, la pressione disinflazionistica è stata finora esercitata essenzialmente con mezzi indiretti, fra cui in primo luogo la politica monetaria negli Stati Uniti.

La finalità della disinflazione è chiaramente quella di creare le basi per un ritorno allo sviluppo economico e a livelli accettabili di disoccupazione. Per questo aspetto, i progressi finora compiuti nei paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera sono stati incoraggianti, anche se incompleti. Nel corso del periodo 1979-1983 si è avuto il più netto calo dell'inflazione da quando, un decennio fa, si produsse la prima crisi petrolifera. Nella primavera di quest'anno, l'inflazione dei prezzi al consumo era mediamente scesa a circa il 4,75% rispetto alla punta di oltre il 13% di metà 1980.

Un'importanza potenzialmente ancor maggiore rivestono le crescenti indicazioni di una più moderata dinamica salariale. L'aumento delle retribuzioni nominali si è recentemente ridotto a circa il 6,5% rispetto ad una media pressappoco dell'8,25% nel periodo 1965-1972. Vi sono altresì segni di una maggiore flessibilità nell'evoluzione dei salari reali.

Peraltro, questi sviluppi non sono stati finora comuni a tutti i paesi. I risultati positivi si sono essenzialmente concentrati in alcuni paesi maggiori, e in modo particolare negli Stati Uniti e nel Regno Unito, paesi in cui l'inflazione era salita a livelli molto elevati, nonché in Giappone, Germania, Paesi Bassi e Svizzera, dove gli effetti del secondo shock petrolifero erano stati ridotti a un minimo.

Va comunque rilevato che parte del generale rallentamento dell'inflazione può essere attribuito alla flessione dei prezzi dei prodotti primari, petroliferi e non, e potrebbe quindi rivelarsi in certa misura temporaneo.

Nello stesso tempo, nessun paese ha peraltro potuto evitare di essere coinvolto nella generale recessione mondiale. Nei paesi del Gruppo dei Dieci, lo scorso anno il prodotto complessivo ha segnato un calo dello 0,5%; con esso il periodo 1980-82 presenta il più modesto tasso medio triennale di crescita — 0,75% l'anno — dalla fine della guerra. Ovunque la disoccupazione è salita fortemente, e nella primavera di quest'anno essa si situava ad un livello medio di quasi il 9%.

Pertanto, il processo di aggiustamento ha ancora una lunga strada da percorrere. La disinflazione è stata chiaramente ostacolata dalla lentezza dell'adeguamento dei prezzi interni e dei salari agli stimoli del mercato, cioè dalla mancanza di una sufficiente flessibilità. E' altresì mancato un sostegno adeguato da parte della politica fiscale. Soprattutto negli Stati Uniti la prospettiva di protratti disavanzi strutturali di bilancio ha contribuito a mantenere assai elevati i tassi d'interesse reali. A sua volta, ciò può avere acuito il ristagno della produzione nello scorso anno, sia attraverso la compressione della spesa per investimenti, sia attraverso le severe restrizioni cui sono stati soggetti altri paesi, in particolare quelli in via di sviluppo non petroliferi.

In prospettiva, il definitivo successo dell'azione disinflazionistica dipenderà anzitutto dalla soluzione dei problemi di politica fiscale e da un ulteriore calo dei tassi d'interesse. In secondo luogo, una ripresa non inflazionistica richiederà una costante moderazione nella dinamica dei prezzi e dei costi. Sembrano esservi buone probabilità che prevalga una simile moderazione, date le molte indicazioni di una maggiore flessibilità sui mercati del lavoro e per il fatto che presumibilmente la stessa ripresa della domanda si manterrà entro limiti contenuti.

La disinflazione: gli antefatti

Nel corso del 1978 e 1979 divenne sempre più evidente che i ripetuti rincari del petrolio rischiavano di provocare una seconda grave crisi petrolifera. La crescente percezione di questa minaccia da parte dei responsabili della politica economica fece sì che la lotta all'inflazione fosse intrapresa con una risolutezza che non ha riscontro in passato. Questo atteggiamento derivava in parte dalle amare esperienze vissute in alcuni paesi durante la prima crisi petrolifera. A quell'epoca, l'inflazione dei prezzi al consumo in media era salita ad una punta del 15% circa, raggiungendo tassi compresi fra il 20 e il 30% in alcuni paesi maggiori, come il Giappone, l'Italia e il Regno Unito. E ora, durante la seconda crisi petrolifera, l'inflazione stava avvicinandosi ad un nuovo massimo postbellico di circa il 15% negli stessi Stati Uniti, con chiari segni che essa stesse sfuggendo al controllo delle autorità.

Pertanto, l'obiettivo primario dei responsabili della politica economica fu quello di affrontare il secondo shock petrolifero con la ferma intenzione di ridurne al minimo gli effetti indiretti sui costi e sui prezzi interni. Tuttavia, alla base della politica di disinflazione concertata vi erano anche considerazioni di più lungo periodo. Vi era la consapevolezza che, qualunque fossero le sue cause immediate, la crisi inflazionistica della fine degli anni settanta era in incubazione da 10-15 anni. Se ne possono rintracciare varie cause remote, ad esempio le eccessive pressioni della domanda associate alla guerra nel Vietnam, i cambiamenti di struttura e di comportamento dei mercati del lavoro e — in parte come conseguenza di ciò — il crescente intervento dello Stato nell'economia.

Al tempo stesso diveniva sempre più evidente che questa accelerazione tendenziale dell'inflazione si accompagnava ad un grave deterioramento dell'andamento economico generale in termini di sviluppo e di occupazione. Un aspetto di questo deterioramento, ovvero il calo generalizzato del tasso di crescita della produttività, costituiva a sua volta un ulteriore fattore di inflazione attraverso

i suoi effetti sui costi unitari. Pur tuttavia, non desta sorpresa che abbia guadagnato terreno la tesi per cui la stessa inflazione poteva essere almeno una delle cause fondamentali del generale peggioramento dei risultati economici. In tal caso, la lotta all'inflazione non sarebbe andata necessariamente a scapito dello sviluppo e dell'occupazione, almeno nel medio-lungo periodo; anzi, avrebbe potuto rappresentare uno dei principali strumenti per ripristinare i precedenti livelli di attività economica.

E' stato forse provvidenziale che questo atteggiamento nei confronti delle conseguenze a piú lungo termine dell'inflazione si sia affermato già qualche tempo prima che si manifestasse la seconda crisi petrolifera. In effetti, quando essa si verificò, fu piú facile — e tanto piú necessario — attuare un approccio di politica economica meno ambivalente di quello posto in essere nel 1974-75. Ciò accrebbe le probabilità di evitare un ulteriore, forte innalzamento della soglia di inflazione.

Non era tuttavia chiaro in che misura una risoluta azione disinflazionistica avrebbe comportato costi a breve termine. L'approccio di politica economica adottato era in un certo senso paradossale. Da un lato, e tenuto conto del generale orientamento dell'opinione pubblica in favore della lotta all'inflazione, la situazione richiedeva sia un indirizzo rigoroso delle politiche sia la volontà e la determinazione di mantenere tale indirizzo anche a costo di pesanti sacrifici nel breve periodo in termini di occupazione e di produzione. D'altra parte, quanto piú convincente fosse stato l'impegno nell'azione disinflazionistica, tanto minori avrebbero potuto essere i costi a breve termine.

In altre parole, quanto maggiore fosse stato l'influsso esercitato da obiettivi monetari credibili sulle aspettative in termini di prezzi e di salari, tanto piú l'inflazione avrebbe potuto essere ridotta senza ripercussioni gravi sulla produzione. La ripartizione della domanda nominale tra le componenti prezzi e volume del prodotto avrebbe potuto essere influenzata favorevolmente — così si auspicava — dall'effetto di annuncio di obiettivi di crescita della quantità di moneta. Ma a prescindere da ciò, i responsabili della politica economica si rendevano conto che comunque la situazione non offriva alternative. In particolare, non ci si poteva attendere che la politica monetaria assecondasse qualsiasi tasso d'inflazione risultante dalla combinazione delle forze di mercato e di quelle estranee ad esso.

Pertanto, la misura in cui il processo di disinflazione avrebbe di fatto potuto essere "gradualistico" esulava in gran parte dal controllo diretto della politica economica. A questo riguardo, due altri fattori potevano tuttavia rivelarsi importanti. Anzitutto, non si sapeva se erano state esattamente valutate tutte le implicazioni internazionali di un'azione concertata. In secondo luogo, vi era il problema del necessario grado di sostegno da parte della politica fiscale. Eventuali carenze relativamente a uno o ad entrambi questi aspetti avrebbero chiaramente comportato il rischio di una recessione piú grave del previsto, ancor piú grave forse di quanto necessario al buon esito dell'azione disinflazionistica.

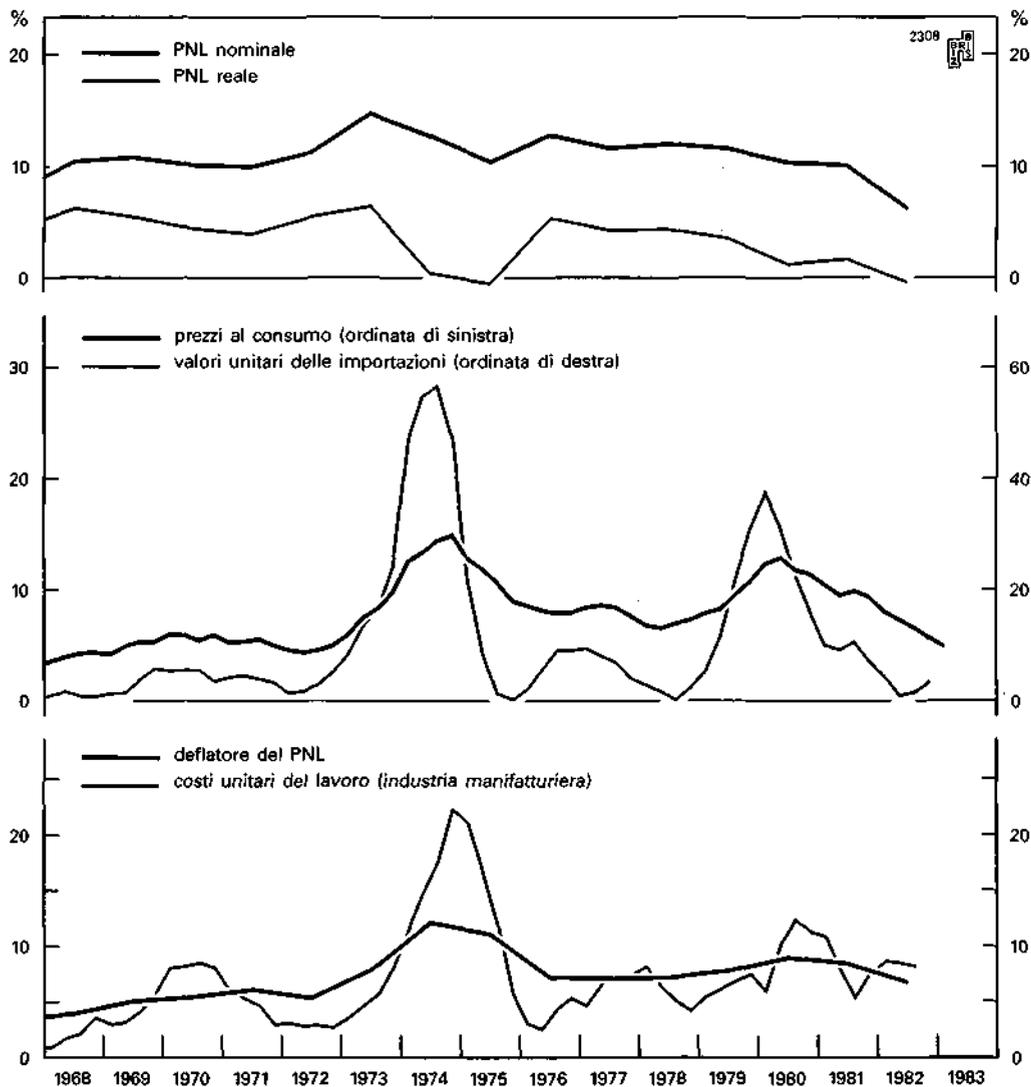
La disinflazione dal 1979 agli inizi del 1983

Un importante aspetto iniziale della strategia antinflazionistica posta in atto fu la tendenza, almeno in alcuni dei paesi piú importanti, ad evitare metodi relativamente diretti che implicassero una qualche forma di controllo dei prezzi e di politica

dei redditi. Ciò a sua volta comportò un ricorso relativamente ampio ai tradizionali strumenti indiretti delle politiche monetaria e fiscale. In quest'ambito, l'accento fu posto in particolare sul controllo della massa monetaria, in taluni casi proseguendo o inasprendo le precedenti politiche impennate sugli obiettivi monetari.

Un modo di iniziare l'analisi degli andamenti susseguenti è quello di esaminare il flusso del PNL in termini nominali. Ciò non significa che questi andamenti abbiano automaticamente corrisposto alle aspettative dei responsabili della politica economica implicite negli obiettivi monetari fissati. In effetti, come si dirà in un successivo paragrafo dedicato alla domanda, di fatto lo scorso anno il calo del ritmo di crescita del reddito nominale potrebbe essere stato alquanto più accentuato di quello atteso (né è necessariamente sempre vero che le variazioni di reddito conducano a variazioni dei prezzi; il nesso causale può anche essere inverso,

Paesi del Gruppo dei Dieci:
indicatori dell'inflazione e della disinflazione, 1968-1983*



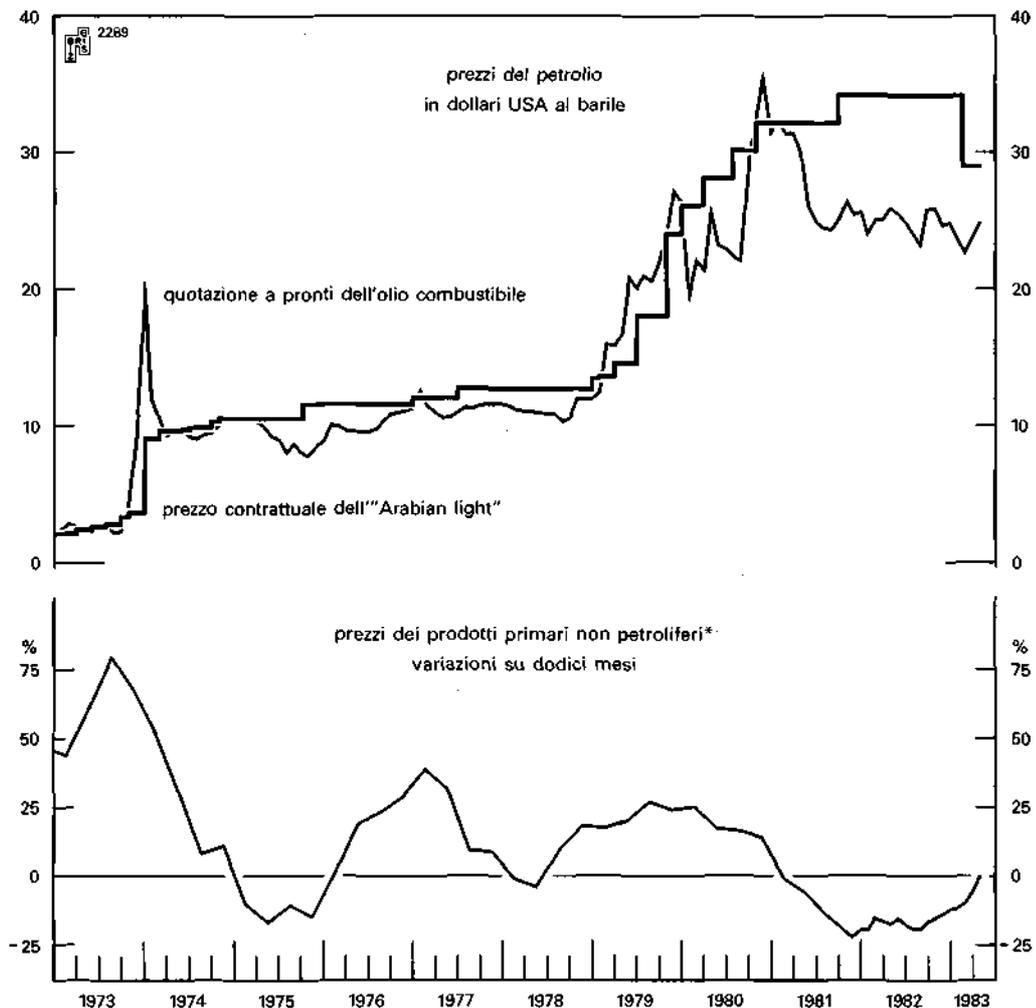
*Tutti gli indici rappresentano medie ponderate, sulla base del PNL reale del 1981 espresso in dollari USA, delle variazioni percentuali annue.

specialmente nel caso di variazioni esogene dei prezzi). Cionondimeno, si può considerare questo approccio come appropriato.

Come mostra il primo grafico, nei paesi del Gruppo dei Dieci, il tasso medio ponderato di aumento del reddito nominale è diminuito sensibilmente a partire dal 1979, registrando la più marcata decelerazione nel 1982. In effetti, il tasso di crescita dello scorso anno, del 6% circa, segna il livello più basso in oltre due decenni.

Forse in parte per il fatto che la disinflazione misurata in tal modo non si era manifestata in tutta la sua intensità prima dello scorso anno, la decelerazione nell'incremento dei prezzi al consumo non è stata finora eccezionalmente rapida. Essa è stata peraltro costante, e nel marzo di quest'anno il tasso d'inflazione medio per i paesi del Gruppo dei Dieci si situava al 4,8%, rispetto a un massimo del 13,5% verso la metà del 1980 e ad un media annua del 3,25% negli anni sessanta. Pertanto, l'attuale tasso d'inflazione è il più basso dal 1973, quando si ebbe la prima ondata di rincari del petrolio e delle materie prime.

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



*Indice "Economist" espresso in dollari USA.

Dal lato dei costi di produzione, il grafico mostra altresì che un importante contributo al calo dell'inflazione è provenuto dalla debolezza dei prezzi all'importazione, di riflesso soprattutto all'andamento dei corsi delle materie prime. In termini di dollari, alla fine dello scorso anno le quotazioni dei prodotti primari non petroliferi erano scese di circa il 35% rispetto al massimo registrato verso la fine del 1980, sebbene recentemente vi sia stato un certo recupero. L'aspetto forse più sensazionale è che, mentre già da due anni le quotazioni del petrolio sul mercato a pronti mostravano un andamento calante, il prezzo contrattuale ufficiale del greggio è infine sceso agli inizi di quest'anno da \$ 34 a 29 al barile, il che rappresenta la prima flessione del genere dall'epoca della prima crisi petrolifera, dieci anni orsono.

D'altra parte, i progressi compiuti nel ridurre il tasso di crescita dei costi unitari del lavoro — componente principale dei costi di produzione interni — sono stati più lenti. E' vero che, come mostra il grafico a pagina 11, in occasione del secondo shock petrolifero non si è ripetuta un'esplosione dei costi salariali analoga a quella del 1973-74. Tuttavia, dati i bassi livelli di produttività, la più moderata dinamica delle retribuzioni nominali non si è ancora pienamente rispecchiata in un andamento più favorevole dei costi unitari.

Nondimeno, il grafico fornisce probabilmente una visione troppo pessimistica dei progressi compiuti sul fronte delle retribuzioni. Da un lato, il 1982 è stato un anno particolarmente sfavorevole dal punto di vista della produttività. Senza dubbio, l'incremento quasi nullo registrato nell'insieme del Gruppo dei Dieci è stato influenzato in ampia misura da andamenti di breve periodo della produzione, in particolare nel Nord-America. Dall'altro, se si esamina più in dettaglio la dinamica delle retribuzioni nominali, e in particolare quella più recente (cfr. pagina 18), vi sono segni positivi di un più significativo rallentamento nel settore cruciale dell'inflazione dei salari.

Passando a considerare i singoli paesi, quasi tutti quelli appartenenti al Gruppo dei Dieci registrano attualmente tassi d'inflazione decrescenti. Tuttavia, vi sono state marcate differenze nei tempi, nella rapidità e nella misura dei cali tra i singoli paesi.

In prima approssimazione, può essere stato diverso il grado di impegno con cui le politiche hanno intrapreso la lotta all'inflazione. E' naturalmente impossibile dare un'esatta misura di ciò. La tabella mostra la decelerazione nel ritmo di crescita del reddito nazionale nominale tra il periodo 1976-78 e il 1982. Come indicatore dell'impegno disinflazionistico questo parametro è certamente carente. Nondimeno, la tabella in certa misura conforta l'ipotesi iniziale. In effetti, gli Stati Uniti e il Regno Unito guidano la graduatoria in termini di flessione nella crescita nominale. All'estremo opposto, la Francia non ha registrato un rallentamento. Nel caso del Canada e dei Paesi Bassi, la domanda sia interna sia estera inaspettatamente debole può aver svolto un ruolo più importante che altrove. Peraltro, questo aspetto, come si dirà in seguito, può essere stato presente nella maggior parte dei casi, anche se la sua incidenza è probabilmente stata di grado diverso.

In ogni caso, la causa delle variazioni nel PNL nominale, sebbene importante sotto il profilo del grado d'impegno delle politiche, dovrebbe essere teoricamente meno rilevante rispetto ad un risultante calo dell'inflazione. Invero, i due paesi in

Decelerazione nel ritmo di crescita
del reddito nominale e dei prezzi al consumo

Paesi	Crescita del PNL nominale			Inflazione dei prezzi al consumo			
	media 1976-78	1982 ¹	decelera- zione del ritmo di crescita	media 1976-78	1982	decelerazione dell'infla- zione dei prezzi al consumo	
						dal 1976-78 al 1982	da fine 1979 a marzo 1983
in percentuale o in punti percentuali							
Stati Uniti	11,5	4,1	-7,4	6,6	6,2	-0,4	- 9,7
Regno Unito	16,3	9,0	-7,3	13,5	8,6	-4,9	-12,6
Canada	12,1	5,3	-6,8	8,2	10,8	+2,6	- 2,6
Paesi Bassi	10,5	4,5	-6,0	6,4	6,0	-0,4	- 2,1
Giappone	11,0	5,1	-5,9	7,2	2,7	-4,5	- 3,4
Germania	7,8	3,7	-4,1	3,6	5,3	+1,7	- 1,9
Italia	21,0	17,1	-3,9	16,1	16,6	+0,5	- 3,4
Belgio	9,6	7,2	-2,4	6,9	8,7	+1,8	+ 3,8
Svezia	10,9	8,8	-2,1	10,6	8,6	-2,0	- 1,4
Francia	13,8	14,1	+0,3	9,4	11,8	+2,4	- 2,9
Svizzera	2,7	5,7	+3,0	1,4	5,6	+4,2	- 0,4
Media ²	11,8	6,0	-5,8	7,7	7,0	-0,7	- 6,4

¹ Dati provvisori. ² Ponderata in base al PNL e ai tassi di cambio del 1981.

cui si è avuta la più forte decelerazione del reddito, il Regno Unito e gli Stati Uniti, hanno registrato, con un netto margine di vantaggio, il maggior successo nel ridurre l'inflazione rispetto al 1979, anche se nel primo caso il tasso d'inflazione di quell'anno risultava notevolmente accresciuto da un aumento dell'IVA. Fra i paesi che hanno conseguito i migliori risultati va anche citato il Giappone. La dinamica del reddito e dell'inflazione era stata posta sotto controllo già prima del secondo shock petrolifero, cosicché gli ulteriori progressi compiuti da allora hanno consentito di portare l'attuale livello d'inflazione a solo il 2% circa.

D'altra parte, sebbene tutti i paesi abbiano accusato in certa misura un ritardo nella reazione dei prezzi, in alcuni di essi il lasso di tempo necessario per conseguire un apprezzabile rallentamento nell'ascesa dei prezzi al consumo rispetto alla punta massima del secondo shock petrolifero è stato particolarmente lungo. Un gruppo comprende i paesi ad inflazione relativamente alta, cioè Francia, Italia e Svezia. In un secondo gruppo a più bassa inflazione, cui appartengono Belgio, Germania, Paesi Bassi e Svizzera, i tassi d'inflazione hanno mantenuto una certa tendenza ascendente per tutto il 1981 e parte del 1982. Peraltro, in tutti questi casi l'inflazione era già bassa prima della seconda crisi petrolifera, e nel corso di essa non aveva subito un'accelerazione troppo marcata. Di conseguenza, forse con l'eccezione del Belgio, possono essere ritenuti rassicuranti i bassi livelli d'inflazione registrati in epoca più recente (cfr. tabella).

Il differente impatto dei tassi di cambio. Un importante fattore alla base di questi sviluppi risiede evidentemente nei movimenti dei tassi di cambio. Essi hanno rispecchiato in larga parte la sostenutezza del dollaro, il cui apprezzamento in

Variazioni dei prezzi al consumo

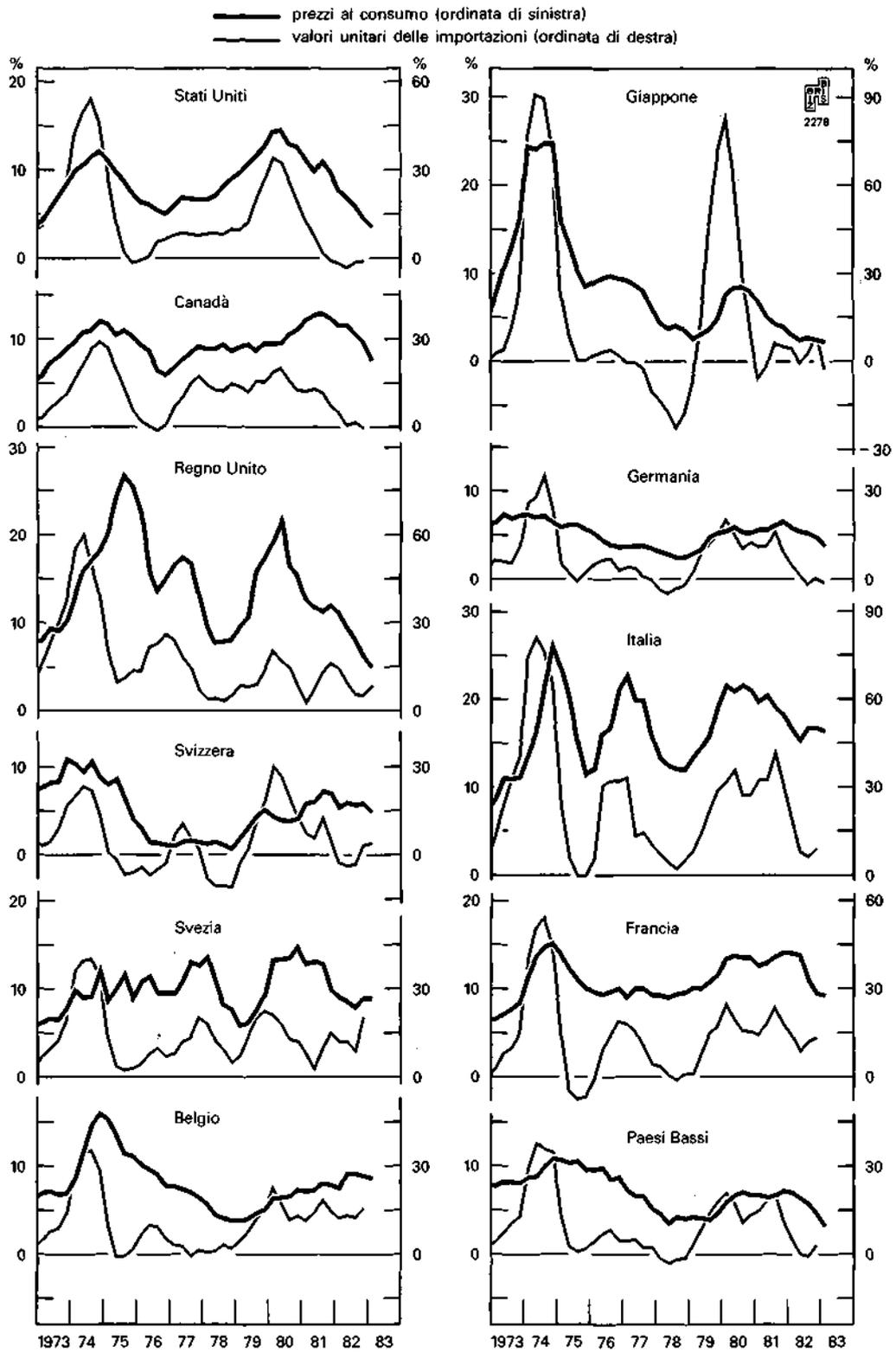
Paesi	Variazioni su periodi di dodici mesi terminanti nel								
	1972	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1982	1983
	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	marzo
	in percentuale								
Stati Uniti	3,4	12,2	4,8	9,0	13,3	12,4	8,9	3,9	3,6
Giappone	5,3	21,9	10,4	3,6	5,7	7,5	4,3	1,8	2,3
Germania	6,4	5,8	3,7	2,4	5,4	5,5	6,3	4,6	3,5
Paesi Bassi	7,9	10,8	8,5	4,0	4,8	6,7	7,2	4,3	2,7
Belgio	6,4	15,7	7,6	3,9	5,1	7,5	8,1	8,1	8,9
Svizzera	6,9	7,6	1,3	0,7	5,2	4,4	6,6	5,5	4,8
Regno Unito	7,6	19,2	15,1	8,4	17,2	15,1	12,0	5,4	4,6
Italia	7,3	25,3	21,8	11,9	19,8	21,1	17,9	16,3	16,4
Svezia	6,1	11,5	9,5	7,3	9,8	14,1	9,2	9,6	8,4
Francia	6,9	15,2	9,9	9,7	11,8	13,6	14,0	9,7	8,9
Canada	5,1	12,3	5,9	8,4	9,8	11,2	12,1	9,3	7,2
Austria	7,6	9,7	7,2	3,7	4,7	6,7	6,4	4,7	3,5
Danimarca	7,0	15,6	13,0	7,1	11,8	10,9	12,2	9,0	7,5
Finlandia	7,1	16,9	12,4	6,4	8,6	13,8	9,9	9,0	7,5
Grecia	6,6	13,4	11,7	11,5	24,8	26,2	22,5	19,1	23,1
Irlanda	8,2	20,0	20,6	8,0	15,9	18,2	23,3	12,3	12,5
Norvegia	7,8	10,4	7,9	8,1	4,7	13,7	11,9	11,7	9,2
Spagna	7,3	17,9	19,8	16,6	15,5	15,2	14,4	13,9	12,8
Medie ponderate dei paesi del Gruppo dei Dieci ¹ . . .	5,1	14,5	7,8	7,3	11,2	11,6	9,0	5,6	4,8

¹ Medie ponderate in base al PNL del 1981.

termini effettivi tra il terzo trimestre 1980 e l'ottobre dello scorso anno è stato di circa il 35%. Tuttavia, nelle differenti dinamiche dell'inflazione, è impossibile isolare il fattore tasso di cambio quale componente del tutto autonoma, ossia indipendente dai diversi gradi di intensità delle politiche disinflazionistiche. Nondimeno, il parlare in senso qualitativo di un "overshooting" dei tassi di cambio, come molti osservatori fanno, presuppone che una parte almeno dei movimenti dei tassi di cambio sia stata di natura quasi esogena. Va aggiunto, d'altro canto, che in Europa si sono avute diverse svalutazioni autonome negli ultimi due anni, in particolare quelle della Svezia, della Francia e del Belgio.

In ogni caso, come mostra il grafico alla pagina seguente, i paesi in cui il rallentamento dell'inflazione è avvenuto più tardi sono stati tendenzialmente anche quelli che hanno dovuto attendere più a lungo un calo dell'inflazione dei prezzi all'importazione. In effetti, nell'ambito dei paesi a più alta inflazione la seconda impennata dei prezzi all'importazione, nel terzo trimestre del 1981, è stata quasi uguale - e nel caso dell'Italia addirittura superiore - al secondo shock petrolifero. Anche se lo scorso anno questi paesi hanno cominciato a beneficiare di un certo alleviamento sul fronte dell'inflazione dei prezzi all'importazione, a fine anno questi ultimi hanno ripreso a salire più rapidamente in Svezia e in Francia, allorché la svalutazione ha nuovamente fatto sentire i suoi effetti. Nel caso della Francia, la svalutazione del franco dello scorso anno è stata peraltro accompagnata, nell'intento di limitarne l'impatto inflazionistico, da controlli sui prezzi e sulle retribuzioni. Anche le autorità svedesi hanno imposto un blocco temporaneo dei prezzi in concomitanza con la forte svalutazione della corona in ottobre.

Variazioni dei prezzi al consumo e dei valori unitari delle importazioni



Rispetto alla svalutazione, il rovescio della medaglia è ovviamente rappresentato dall'apprezzamento delle monete di altri paesi, con i suoi presumibili effetti favorevoli sui prezzi. Come mostra il grafico, gli Stati Uniti sono stati uno dei maggiori beneficiari sotto questo profilo, in quanto lo scorso anno i prezzi all'importazione in termini di dollari hanno addirittura cominciato a calare. Anche il Regno Unito ha temporaneamente tratto vantaggio dal forte apprezzamento della sterlina nel 1980, sebbene nell'anno successivo la forte ripresa del dollaro abbia cominciato ad annullarne gli effetti. Inoltre, nel caso del Regno Unito molti osservatori ritengono che il livello dei prezzi al consumo sia stato inopportuno maggiore dal forte aumento delle imposte indirette nel 1979, i cui effetti secondari ritardati potrebbero aver neutralizzato in parte i benefici potenziali della solidità della sterlina. In Italia, l'acuta esigenza di un'austerità di bilancio ha parimenti comportato forti aumenti delle imposte indirette e delle tariffe pubbliche, i cui effetti diretti hanno ritardato il calo dell'inflazione connesso alla decelerazione dei prezzi all'importazione. In Canada, gli shock dei prezzi dell'energia sono stati distribuiti nel tempo per effetto della politica di graduale allineamento dei prezzi interni dell'energia ai livelli mondiali.

In ogni caso, è opportuno rilevare che un tasso di cambio sostenuto esercita un inequivocabile influsso benefico sui prezzi solo se i suoi effetti secondari, soprattutto sui costi salariali, sono di forte intensità. Altrimenti, è probabile che la conseguente perdita di competitività internazionale comporti riduzioni ancora maggiori della domanda e della produzione oppure un'inversione dello stesso apprezzamento della moneta.

Il cambiamento della dinamica delle retribuzioni. E' osservando l'andamento delle retribuzioni che, in retrospettiva, si può constatare come nel 1982 il processo disinflazionistico abbia cominciato a produrre risultati più fondamentali. In effetti, pare che l'aumento medio ponderato delle retribuzioni nominali nei paesi del Gruppo dei Dieci sia sceso al livello più basso osservato negli anni precedenti il 1973, cioè quasi due punti percentuali al disotto della media del periodo 1965-72. In altri termini, il mondo ha registrato la prima importante battuta d'arresto dell'inflazione delle retribuzioni nominali dall'inizio della prima crisi petrolifera, dieci anni orsono. Vi sono altresì segni positivi di una maggiore flessibilità nel comportamento delle retribuzioni reali, in quanto l'aumento del 1982 - dopo tre anni di crescita negativa - risulta ancora inferiore di oltre 2,5 punti alla media 1965-72.

Prima che da questi sviluppi si traggano conclusioni per il futuro, è indubbiamente opportuno fare alcune precisazioni. Anzitutto, questa evoluzione è molto recente, anche se i primi segni erano già stati rilevati nella Relazione dello scorso anno. In secondo luogo, i progressi non sono stati ovunque soddisfacenti. Come mostra la tabella, Italia, Francia e Canada devono essere considerate eccezioni rispetto all'andamento generale, almeno fino allo scorso anno. Ma l'aspetto forse più importante è che il regresso dell'inflazione delle retribuzioni ha avuto luogo solo nel contesto di tassi di disoccupazione più elevati di qualsiasi altro registrato dalla fine della ripresa economica nell'immediato dopoguerra. Infine, va ricordato che il tasso di incremento delle retribuzioni nominali compatibile con un soddisfacente andamento dei prezzi interni, è calato ovunque nella stessa misura del tasso di crescita di lungo periodo della produttività del lavoro.

Variazioni delle retribuzioni nominali e reali

Paesi	Retribuzioni nominali ¹					Retribuzioni reali ²				
	1965-72	1979	1980	1981	1982	1965-72	1979	1980	1981	1982
	incremento medio annuo in percentuale	variazione percentuale dicembre su dicembre				incremento medio annuo in percentuale	variazione percentuale dicembre su dicembre			
Stati Uniti	6,0	8,0	8,6	7,5	5,0	1,8	-4,7	-3,4	-1,3	1,1
Giappone	13,4	5,6	5,3	5,5	4,9	7,6	0,0	-2,0	1,1	3,1
Germania	8,3	4,8	7,5	5,1	4,0	4,9	-0,6	2,0	-1,1	-0,6
Francia	9,6	13,8	15,4	16,4	12,6	4,6	1,8	1,5	2,1	1,7
Regno Unito	8,6	19,6	19,5	10,0	7,7	2,8	2,0	3,8	-1,8	2,2
Italia	8,6	22,5	21,6	22,9	15,9	5,0	2,3	0,4	4,2	-0,4
Canada	7,6	9,4	11,6	12,7	9,2	3,6	-0,4	0,3	0,5	-0,1
Belgio	9,7	8,4	10,2	10,3	3,8	5,6	3,1	2,5	2,0	-4,0
Paesi Bassi	9,7	4,3	4,1	4,4	6,6	3,9	-0,5	-2,4	-2,6	2,2
Svezia	9,6	8,4	11,9	6,8	6,9	4,3	-1,2	-1,9	-2,2	-2,5
Svizzera	6,3	2,6	6,4	5,9	6,3	1,9	-2,5	1,9	-0,7	0,8
Gruppo dei Dieci ³ .	8,3	9,3	10,0	8,8	6,5	3,7	-1,7	-1,2	-0,3	1,1
Austria	8,4	5,9	7,0	7,9	6,4	4,2	1,1	0,3	1,4	1,6
Danimarca	11,8	13,6	8,5	10,5	9,3	6,1	1,6	-2,1	-1,5	0,3
Finlandia	11,0	8,4	16,1	10,5	8,8 ⁴	5,3	-0,2	2,1	0,6	-0,2 ⁴
Grecia	9,4	22,5	25,0	27,6	36,5	6,3	-1,8	-1,0	4,1	10,9
Irlanda	12,4	18,1	21,3	13,6	15,5 ⁴	5,8	1,9	2,6	-7,9	-1,4 ⁴
Norvegia	9,5	0,9	15,5	7,3	10,6 ⁴	3,9	-3,6	1,6	-4,1	-0,2 ⁴
Spagna	13,9	19,5	20,5	16,2	15,9 ⁶	7,5	3,4	4,7	1,5	2,4 ⁵

¹ Guadagni orari nell'industria manifatturiera, tranne che in Francia, Italia, Regno Unito (1965-72), Paesi Bassi, Svizzera (1965-72) e Austria, dove rappresentano retribuzioni minime contrattuali orarie. ² Retribuzioni nominali deflazionate in base all'indice dei prezzi al consumo. ³ Ponderazione in base al PNL e tassi di cambio del 1981. ⁴ Terzo trimestre. ⁵ Novembre.

Ciò premesso, l'ampiezza delle variazioni già di per sé evidenti nei dati statistici, l'esperienza empirica e i noti interventi delle autorità di governo che hanno efficacemente modificato i meccanismi di indicizzazione, sono tutti elementi che inducono fortemente a ritenere che non si tratta soltanto di un fenomeno ciclico. Gli Stati Uniti e il Regno Unito, ad esempio, pur avendo in quest'occasione fermamente rifiutato un approccio di politica dei redditi, paiono aver registrato un netto mutamento nella dinamica salariale. Nel caso del Regno Unito, nel periodo più recente l'incremento salariale è stato inferiore di oltre 10 punti a quello registrato soltanto due anni orsono. Negli Stati Uniti si sono avuti esempi di vere e proprie riduzioni dei salari, motivate chiaramente dalla conservazione dei posti di lavoro.

Nell'Europa occidentale continentale, per contro, vi è sempre stata la tendenza ad un approccio più pragmatico alle politiche dei redditi vere e proprie. Si possono constatare buoni progressi che emergono non solo dalle statistiche salariali, ma in

molti casi anche dalla conclusione di accordi a livello nazionale per il contenimento delle retribuzioni. Molti di essi comportano l'abolizione o la modifica dei sistemi di indicizzazione dei salari, i quali avevano notevolmente aggravato l'inflazione all'epoca degli shock esterni sui prezzi. Ad esempio, in Italia all'inizio di quest'anno è stata concordata dal Governo e dalle parti sociali una riduzione del 15% dell'indicizzazione prevista dalla "scala mobile". Inoltre, in futuro gli aumenti delle imposte indirette e delle tariffe pubbliche non verranno computati nell'indice dei prezzi adottato a tale fine. In Danimarca, un blocco generale dei salari è stato in vigore dall'ottobre dello scorso anno al marzo del 1983, dopo di che i lavoratori dipendenti hanno accettato un accordo biennale con incrementi salariali relativamente contenuti, nonostante la soppressione dell'indicizzazione automatica dei salari. Anche nei Paesi Bassi il Governo ha potuto accantonare uno schema vincolante di controlli sui salari e sui prezzi quando, nel novembre dello scorso anno, la confederazione sindacale e la controparte imprenditoriale del settore industriale hanno raggiunto un accordo che prevede la rinuncia ad un adeguamento salariale del 2,5% al costo della vita, previsto per il 1° gennaio. Analogamente, in Svezia la confederazione dei datori di lavoro e le organizzazioni sindacali hanno concluso nel marzo di quest'anno un soddisfacente accordo salariale nell'ambito del settore privato. Lo scorso anno è stato altresì abbandonato il sistema di indicizzazione delle retribuzioni in vigore in Francia nel settore pubblico. Infine, in Belgio, a seguito di ripetute iniziative da parte del Governo, nell'inverno scorso è stato posto in atto un insieme di disposizioni su base obbligatoria e volontaria che modificano incisivamente il precedente sistema di indicizzazione. Queste modifiche paiono aver iniziato a produrre una flessione delle retribuzioni reali, necessaria a conseguire un efficace aggiustamento dopo la svalutazione del tasso di cambio.

In effetti, l'allentamento dei meccanismi di indicizzazione consente in generale di sperare in una maggiore flessibilità dei salari reali nel lungo periodo. Tale accresciuta flessibilità non solo sarebbe importante per il controllo dell'inflazione, ma darebbe anche un contributo alla creazione e al mantenimento di posti di lavoro. E' quindi della massima importanza che i consistenti progressi finora conseguiti nel contenimento delle retribuzioni siano mantenuti anche in una fase di ripresa dell'attività economica. Infatti la più recente dinamica delle retribuzioni costituisce di per sé un requisito fondamentale per il conseguimento di tale ripresa.

Produzione e domanda

Passando ad esaminare gli andamenti della produzione e dell'economia "reale" in generale, appare subito evidente che il processo di disinflazione è stato accompagnato da una grave recessione. Come già si è detto, nel 1982 il tasso di crescita del PNL nominale nei paesi del Gruppo dei Dieci è stato pressappoco del 6%, ossia di circa 6 punti percentuali inferiore alla media degli anni 1976-78. Una decelerazione abbastanza analoga è presente nell'andamento dei prezzi al consumo — ma soltanto se misurata fra la fine del 1979 e il marzo 1983 — cioè con un certo sfasamento temporale. Per una comparazione significativa ai fini di un'analisi del prodotto è ovviamente necessario che il rallentamento della dinamica dei prezzi sia misurato esattamente sullo stesso arco di tempo della decelerazione del reddito. Si dovrà inoltre prendere in considerazione la dinamica dei prezzi del solo prodotto

interno, ossia il deflatore del PNL, il quale esclude gli effetti diretti dei movimenti dei prezzi all'importazione e la maggior parte dell'influsso dei tassi d'interesse. Soddisfatte tali condizioni, il raffronto — anche se non smentisce i più recenti progressi per quanto riguarda l'inflazione dei prezzi al consumo — dimostra senz'altro che il ritardo nel rallentamento dell'inflazione ha avuto gravi conseguenze sul volume della produzione. Infatti, fra il 1976-78 e il 1982 il tasso medio annuo di variazione dei deflatori del PNL è sceso soltanto di mezzo punto percentuale, dal 7,25 al 6,75%. Pertanto, nell'arco di questo periodo la maggior parte della disinflazione nella crescita del reddito nominale appare come un rallentamento della crescita del prodotto reale. L'incremento in volume del PNL dei paesi del Gruppo dei Dieci, che era stato pari in media al 4,25% annuo nel periodo 1976-78, è sceso decisamente fino a dar luogo a un calo assoluto, dello 0,5% circa, nel corso del 1982 (cfr. tabella).

Pertanto, anche se una modesta flessione annua della produzione si era già avuta nel 1975, durante la prima crisi petrolifera, il periodo 1980-82 presenta il più basso tasso medio di crescita su un periodo triennale dalla fine della guerra. Il PNL reale è cresciuto mediamente non più dello 0,75% annuo dal 1979. Il precedente valore minimo di crescita sull'arco di tre anni è rappresentato dall'1,75% annuo del periodo 1974-76 (e, in epoca ancora precedente, dal 2,25% annuo nel 1956-58). Se si considera che il periodo triennale più recente è iniziato con un livello di disoccupazione già elevato secondo i parametri postbellici, non sorprende che le cifre abbiano ora toccato nuove punte record nella maggior parte dei paesi.

I fattori della domanda e le componenti prezzo-quantità del PNL nominale. Poiché nell'arco di un significativo periodo di tempo le variazioni del prodotto reale non sono evidentemente indipendenti dall'andamento della domanda nominale, chiaramente qualsiasi spiegazione dell'effettiva dinamica del prodotto richiede che si tenga conto sia delle variazioni del reddito nominale stesso, sia del rapporto fra le variazioni delle sue componenti prezzo e quantità.

Per quanto concerne il primo aspetto, in termini molto generali l'intento della politica monetaria degli ultimi anni nella maggior parte dei paesi è stato fondamentalmente quello di abbassare progressivamente, ma con relativa gradualità, il tasso di crescita del PNL nominale. Tuttavia, come già si è rilevato (cfr. grafico a pagina 11), soprattutto nel 1982 l'incremento del reddito nominale ha subito un rallentamento così brusco da far sorgere il dubbio che l'intendimento gradualistico delle politiche sia stato sopravanzato da altre forze. Una tale evoluzione potrebbe anche non avere grande importanza — anzi, potrebbe essere persino bene accetta — se non fosse per la possibilità che la velocità del processo disinflazionistico interagisca essa stessa con la configurazione delle componenti prezzo-prodotto. In altri termini, al crescere della disinflazione potrebbe aumentare più che proporzionalmente il suo effetto depressivo sulla crescita del prodotto, quanto meno nel breve-medio periodo.

Ad ogni modo vi sono pochi dubbi sul fatto che la decelerazione più rapida del previsto del reddito nominale ha comportato per lo stesso 1982 un risultato notevolmente più modesto, in termini di prodotto, di quanto si aspettasse la maggior parte degli osservatori, e persino di quanto ritenessero desiderabile le autorità. Il divario fra aspettative e risultati è illustrato nel modo migliore dal

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

Paesi	Anni	PNL a prezzi costanti	Consumi		Investimenti fissi lordi privati			Esportazioni	Importazioni	Variazioni delle scorte ²
			privati	pubblici	escluse abitazioni	abitazioni	pubblici			
variazioni percentuali annue a prezzi costanti										
Stati Uniti	1979	2,8	2,7	1,3 ³	7,3	- 5,3		15,4	6,1	- 0,6
	1980	- 0,4	0,3	2,3 ³	- 2,2	-20,1		8,9	- 0,4	- 0,8
	1981	1,9	1,8	0,9 ³	3,6	- 4,9		- 0,4	7,2	1,0
	1982	- 1,7	1,0	1,4 ³	- 3,8	-10,5		- 7,1	0,0	- 1,2
	1982 IV	- 0,9	2,6	2,7 ³	- 8,2	6,5		-13,6	- 6,8	- 1,6
Giappone	1979	5,2	5,9	4,3	11,8	- 1,0	3,1	6,6	14,7	0,5
	1980	4,8	1,3	2,9	8,0	- 9,4	- 3,2	18,8	- 3,9	- 0,1
	1981	3,8	0,5	4,6	5,6	- 2,6	5,3	15,9	5,5	- 0,2
	1982	3,0	4,2	3,5	1,9	- 1,0	0,7	3,3	3,1	- 0,1
	1982 IV	3,7	5,2	3,3	1,1	7,4	1,2	0,1	- 4,1	- 0,6
Germania	1979	4,0	8,1	3,4	8,6	6,0	4,5	4,9	10,3	1,3
	1980	1,8	1,5	2,8	3,4	3,3	2,1	5,8	4,4	- 0,7
	1981	- 0,2	- 1,2	2,0	- 2,7	- 4,0	- 7,7	8,5	1,2	- 1,2
	1982	- 1,1	- 2,2	0,2	- 5,2	- 4,9	- 7,9	3,7	0,6	0,3
	1982 IV	- 2,1	- 2,5	0,6		- 2,4 ⁴		- 2,2	- 1,3	0,0
Francia	1979	3,1	3,2	1,8	1,8	4,7	1,6	7,1	10,5	0,3
	1980	1,3	1,5	1,3	4,2	- 3,8	1,6	3,0	4,6	0,7
	1981	0,2	2,2	2,4	- 2,3	- 1,2	- 0,7	5,1	1,0	- 2,1
	1982	1,8	2,1	3,1	0,4	- 1,0	0,6	- 0,4	3,6	0,7
	1982 IV	0,9	3,4	3,1	0,6	- 6,1	- 2,8	- 1,5	0,0	0,0
Regno Unito	1979	1,6	4,9	1,8	5,9	-13,3	- 2,5	2,6	11,2	0,6
	1980	- 1,9	- 0,1	1,9	1,1	-16,1	- 5,9	0,4	- 3,3	- 2,9
	1981	- 2,0	0,4	0,0	- 2,2	-15,5	-17,6	- 2,2	- 0,3	- 0,3
	1982	1,4	1,1	2,0	5,6	10,5	- 6,0	0,5	4,4	1,0
	1982 IV	2,7	3,0	2,4	2,4	16,8	- 0,3	- 1,3	- 2,0	- 0,3
Italia	1979	4,9	5,3	1,7	12,0	2,9	1,9	9,1	13,8	1,2
	1980	3,9	4,3	2,1	14,0	4,7	6,1	- 4,3	8,3	3,0
	1981	0,1	0,5	3,0	- 1,3	0,5	1,2	5,2	- 5,3	- 3,1
	1982	- 0,3	0,3	1,8	- 5,9 ³	- 2,7		1,2	2,1	0,2
	1982 IV	- 2,4				- 6,3 ⁴		- 6,8	- 0,9	
Canada	1979	2,9	2,0	0,9	12,4	- 2,8	- 5,5	2,9	7,2	1,4
	1980	0,5	1,1	- 1,0	7,4	- 6,1	0,7	1,8	- 2,0	- 2,0
	1981	3,1	1,9	0,9	6,4	5,6	2,2	1,6	2,6	1,1
	1982	- 4,8	- 2,5	0,7	-11,5	-23,5	2,1	- 0,7	- 8,2	- 2,9
	1982 IV	- 5,7	- 2,3	- 0,7	-16,7	-11,6	2,6	3,4	- 5,7	- 2,7
Totale Gruppo dei Dieci ⁵	1979	3,4	3,7	2,0		4,9 ⁴		7,8	9,6	0,2
	1980	1,1	0,9	2,1		- 0,8 ⁴		5,9	1,1	- 0,5
	1981	1,4	1,1	1,4		0,3 ⁴		4,5	1,8	0,1
	1982	- 0,4	1,0	1,5		- 2,8 ⁴		- 0,6	1,2	- 0,4

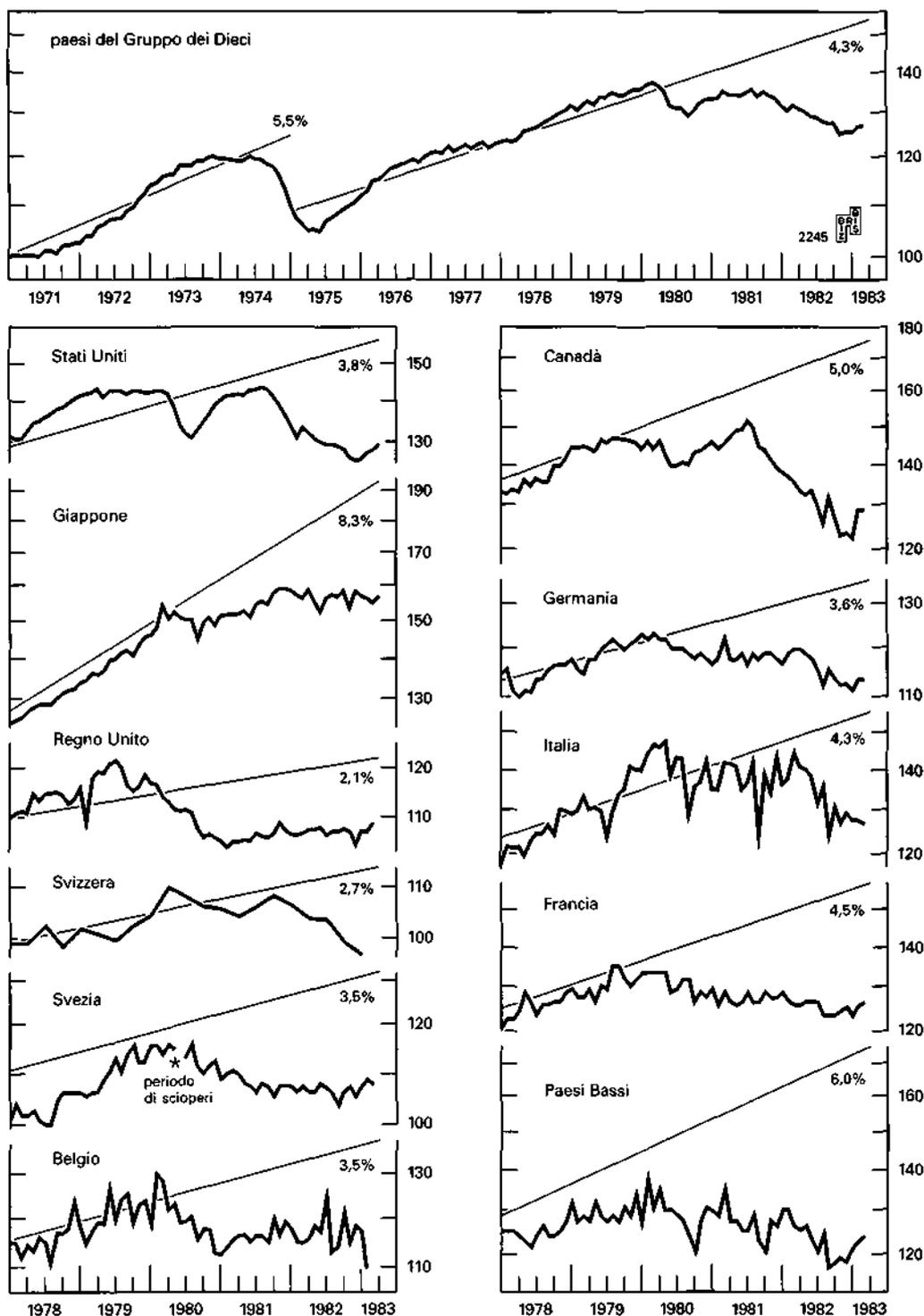
¹ Le cifre relative al 1982 e al quarto trimestre 1982 sono ancora provvisorie. ² In percentuale sul PNL dell'anno precedente. ³ Comprende gli investimenti pubblici. ⁴ Comprende tutti gli investimenti fissi. ⁵ Medie ponderate sulla base dei PNL e dei tassi di cambio del 1981.

contrasto fra la ripresa che si sperava avvenisse nel corso dell'anno e i dati rilevati, che mostrano un quasi-ristagno del prodotto nel secondo semestre. A quell'epoca la produzione nei paesi industriali stava procedendo a un tasso inferiore del 2-2,5% alle generali previsioni internazionali dell'inverno precedente.

L'esame della composizione della domanda del PNL dei paesi maggiori (cfr. tabella) fornisce un'indicazione circa l'origine di questa debolezza. Appare chiaro dai dati che praticamente tutto il declino nella crescita della domanda nel 1982 si è

Produzione industriale*

(Dicembre 1970 = 100)



I trends logaritmici sono stimati nell'arco del periodo 1963-1978, con una interruzione a fine 1974. Le stime non tengono conto di aspetti specifici di singoli paesi, né considerano eventuali ulteriori riduzioni del tasso tendenziale di crescita dopo il 1978.

concentrato, a livello aggregato, negli investimenti interni (sia in capitale fisso sia in scorte) e nelle esportazioni. In media, nei paesi del Gruppo dei Dieci, il totale degli investimenti fissi lordi è probabilmente calato di circa il 2,75%, e le scorte hanno segnato una flessione di quasi lo 0,5% del PNL medio. Inoltre le esportazioni sono scese dello 0,5%, dopo aver registrato un aumento del 4,5% nell'anno precedente.

Domanda di esportazioni nei paesi industriali, 1978-1982

Anni	Importazioni di beni da parte dei		Esportazioni ¹		
	PVS non OPEC	Paesi OPEC	beni		beni e servizi ²
			Gruppo dei Dieci	Stati Uniti	
Variazioni in volume (%)					
1978	10,5	- 0,3	5,6	10,9	5,6
1979	11,0	-10,6	6,0	11,3	6,3
1980	5,0	21,3	3,9	10,5	5,2
1981	2,0	22,5	2,9	- 3,5	4,1
1982	- 6,5	5,0	- 2,2	-10,3	0,3
1982 IV/1981 IV	.	.	- 5,2	-13,7	.

¹ Compreso l'interscambio reciproco. ² Paesi OCSE, sulla base delle Contabilità nazionali.

Come appare dalla tabella, il fattore che ha maggiormente influito sulle esportazioni è stato probabilmente il brusco rallentamento nella crescita delle importazioni dei paesi non industriali. Ad esempio, l'aumento in volume delle importazioni di merci dei paesi OPEC è sceso dal 22,5% nel 1981 al 5% circa lo scorso anno, con il venir meno dell'eccedenza OPEC e con l'inizio della fase di debolezza dei prezzi del petrolio. Forse più significativo è il fatto che le importazioni di beni dei paesi in via di sviluppo non OPEC hanno subito nel 1982 un calo stimato, in termini di volume, del 6,5%, contro un aumento del 2% nell'anno precedente e di ben l'11% nel 1979. Alla base di tale evoluzione vi sono naturalmente le restrizioni a cui sono stati costretti molti di questi paesi dalla crisi connessa al loro elevato indebitamento internazionale. A sua volta questa crisi era stata acuita dagli alti tassi d'interesse a livello mondiale, dalla sostenutezza del dollaro e dalla debole domanda di materie prime e di altri beni importati da parte dei paesi industriali.

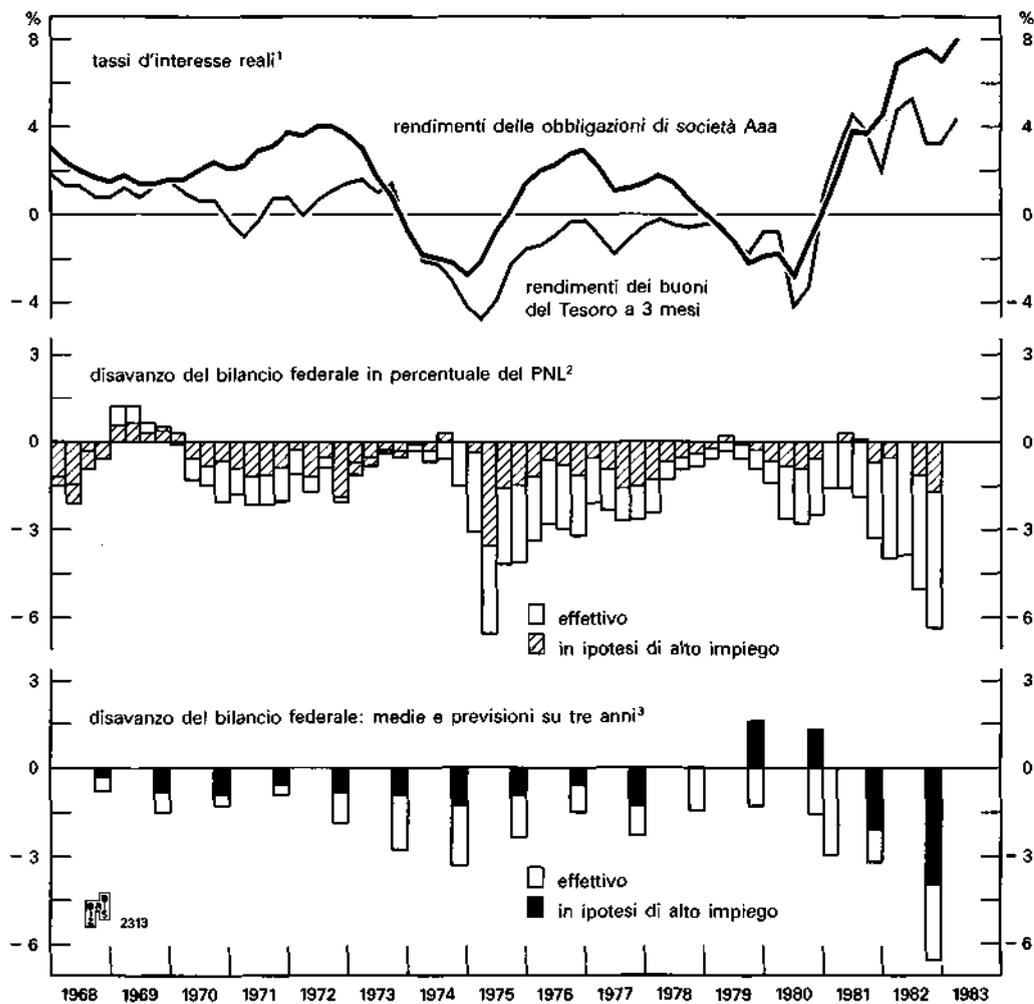
Se a ciò si aggiunge il ruolo probabilmente svolto dagli alti tassi d'interesse nel deprimere la spesa interna in investimenti negli stessi paesi industriali, un fattore comune comincia ad emergere almeno come parziale spiegazione della debolezza della domanda di esportazioni e di investimenti. L'intera serie di fattori che agiscono sui tassi d'interesse - specialmente negli Stati Uniti - non è materia di questo capitolo. Può essere tuttavia opportuno trattare già in questa sede uno di questi fattori, che nella fattispecie potrebbe aver avuto un effetto relativamente importante, ossia la politica fiscale statunitense.

Il problema della combinazione delle politiche negli Stati Uniti. Il problema della combinazione delle politiche monetaria e fiscale negli Stati Uniti è già stato trattato in modo abbastanza approfondito nella Relazione dello scorso anno, in cui si rilevava come, in considerazione della forte espansione dei piani di spesa militare e dei previsti importanti sgravi fiscali, la nuova Amministrazione facesse affidamento in misura determinante su una forte risposta dell'economia dal "lato dell'offerta" per colmare lo squilibrio di bilancio. L'assunto teorico era che l'espansione economica

sarebbe stata abbastanza vigorosa da aumentare fortemente le entrate complessive anche in presenza di piú basse aliquote d'imposta; in pari tempo avrebbe però mantenuto il rigoroso indirizzo disinflazionistico della politica monetaria. In tal modo, un costante progresso nel ridurre l'inflazione sarebbe stato reso compatibile con la ripresa economica e con un deciso incremento delle spese militari.

Nel settore finanziario la reazione a tale programma economico fu tuttavia alquanto cauta, se non addirittura negativa. Si temeva infatti che non si sarebbe verificato l'aumento del gettito fiscale dal lato dell'offerta — nel qual caso gli indirizzi delle politiche fiscali e monetaria sarebbero entrati seriamente in conflitto — oppure, che vi sarebbe stato un superamento degli obiettivi monetari, con ovvie conseguenze in termini di inflazione. E in entrambi i casi vi sarebbe stato un aumento dei tassi d'interesse.

Combinazione delle politiche monetaria e fiscale negli Stati Uniti



¹ I tassi d'interesse reali sono misurati impiegando il tasso di variazione dei prezzi al consumo nel precedente periodo di dodici mesi. ² Sulla base dei conti nazionali del reddito e del prodotto; fonte: US Department of Commerce. ³ Le cifre per il 1968-76 mostrano il disavanzo federale registrato (base unificata, comprendente le uscite fuori bilancio) in rapporto al PNL del periodo triennale iniziante nel trimestre successivo. Le cifre relative al 1977-82 mostrano le corrispondenti previsioni (per l'esercizio finanziario) effettuate dall'Amministrazione alle date indicate. La cifra relativa al primo trimestre 1981 rappresenta la previsione di bilancio rettificata formulata in febbraio dall'Amministrazione entrante. In quell'occasione non fu pubblicata una previsione in ipotesi di alto impiego.

L'aspetto singolare degli sviluppi susseguenti è che — come mostra il grafico — sebbene la situazione di bilancio abbia effettivamente iniziato a deteriorarsi nel 1981 e 1982, ciò ha rispecchiato in primo luogo l'indebolimento dell'attività economica e l'effetto degli stabilizzatori automatici. In altri termini, considerata la recessione, quell'orientamento fiscale non era necessariamente inappropriato se giudicato secondo i tradizionali criteri di analisi. Ciò nonostante, conformemente alle generali aspettative del mercato, i tassi d'interesse hanno di fatto preso a salire con estrema rapidità. In particolare, i tassi d'interesse reali a lungo termine — misurati deducendo il tasso d'inflazione sull'anno precedente — si sono portati a livelli senza precedenti del 7-8%.

Appare quindi che le aspettative circa i futuri disavanzi di bilancio, considerate assieme agli obiettivi monetari ritenuti compatibili con il controllo dell'inflazione, hanno concorso a portare i tassi d'interesse a livelli più deflazionistici di quanto fosse desiderabile. Se ciò è esatto, questo fatto può contribuire a spiegare l'intensità del rallentamento nella crescita del PNL nominale di cui si è trattato in precedenza. Gli inconvenienti sarebbero derivati, in altre parole, dai timori del mercato per i disavanzi di bilancio *futuri*, piuttosto che per quelli presenti, ma questi timori hanno potuto influire fortemente sul livello corrente dei tassi d'interesse.

Ovviamente ciò non è di facile dimostrazione, soprattutto perché le originarie previsioni ufficiali di bilancio riflettevano naturalmente la teoria della risposta dal lato dell'offerta. Come mostra la parte inferiore del grafico, benché nel 1981 la nuova Amministrazione avesse previsto nell'arco di tre anni disavanzi più ampi di quelli del governo precedente, questi disavanzi non apparivano troppo inopportuni nel contesto della recessione. Molti osservatori considerarono tuttavia tali proiezioni fortemente sottostimate e, infatti, allorché agli inizi di quest'anno è stato presentato l'ultimo bilancio di previsione al Congresso, un metodo di calcolo più realistico (meno orientato nel senso dell'economia dell'offerta) ha messo in luce una serie senza precedenti di disavanzi strutturali (cioè depurati della componente congiunturale), e ciò anche dopo l'adozione di importanti provvedimenti di taglio della spesa e di incremento delle entrate. In altri termini, apparivano confermati i dubbi espressi diciotto mesi prima da molti osservatori e operatori economici. Un'altra conferma proviene dal fatto che l'indebitamento pubblico sui mercati del credito è balzato improvvisamente da poco meno di \$ 100 miliardi in ragione annua nel primo semestre 1982 a quasi \$ 225 miliardi nel secondo semestre.

Un ulteriore indizio è il fatto che i tassi d'interesse a lungo termine abbiano tardato a scendere, almeno in termini reali, anche dopo una certa evoluzione in senso più condiscendente nei riguardi dell'espansione monetaria verso la fine del 1982. Questo fatto sta ad indicare che alla radice del problema non vi era la politica monetaria in atto, in quanto essa è divenuta più condiscendente a partire da metà anno, e gli aggregati hanno fornito maggior spazio per un'espansione reale del prodotto. Ciò fa piuttosto ritenere che un'importante causa degli elevati tassi d'interesse risiedeva nell'annuncio di una svolta nella politica fiscale, con un approccio mai tentato in precedenza.

Nondimeno bisogna andar cauti nel considerare le difficoltà della combinazione delle politiche negli Stati Uniti come unico elemento atto a spiegare l'aggravamento nel breve periodo della recessione mondiale. E' ben probabile che

l'abbassamento dell'inflazione al livello attuale avrebbe comunque comportato, prima o poi, pesanti costi in termini di produzione. Inoltre, benché le ripercussioni internazionali siano naturalmente più gravi trattandosi degli Stati Uniti, questo paese non è l'unico ad avere problemi di bilancio.

La politica fiscale al di fuori degli Stati Uniti. Gli Stati Uniti tuttavia costituiscono probabilmente un caso unico, nel senso che il problema di bilancio di questo paese concerne principalmente l'orientamento della politica fiscale per il futuro piuttosto che i dati di fatto passati o attuali. Gli altri paesi possono forse essere suddivisi in due categorie. Da un lato quelli di cui si può affermare che hanno compiuto considerevoli progressi nel riassetare la loro situazione di bilancio, dall'altro quei paesi che hanno ancora molto cammino da fare.

Nel primo gruppo si possono collocare tre dei paesi maggiori: Giappone, Germania e Regno Unito. In quest'ultimo paese, il calo registrato negli ultimi anni dalla quota del risparmio lordo privato assorbito dal settore della pubblica amministrazione è particolarmente notevole considerata la gravità della recessione. Anche in Giappone, sebbene l'aumento della disoccupazione sia stato molto più contenuto, il riequilibrio della finanza pubblica va pur sempre considerato in un contesto di crescita lenta. Infine, per quanto riguarda la Germania, malgrado un certo incremento del rapporto fra il disavanzo della pubblica amministrazione e il risparmio a partire dal 1979, la situazione di fondo della finanza pubblica è stata adeguatamente tenuta sotto controllo. In altre parole, per questi tre paesi si può ragionevolmente affermare che, data la posizione ciclica dell'economia, i disavanzi di bilancio registrati non sono da considerare preoccupanti. E' innegabile che, in rapporto ai valori del passato, i deficit permangono alquanto ampi, ma ciò vale anche per la recessione in atto. Per la verità, in Giappone le autorità hanno preso attivamente in considerazione alcune misure di allentamento fiscale nel marzo e nell'aprile di quest'anno.

Nel secondo gruppo di paesi trovano posto Francia e Italia, unitamente a diversi paesi europei minori. Per quanto riguarda la Francia, tuttavia, nella primavera di quest'anno sono stati adottati severi provvedimenti di restrizione a sostegno del processo di aggiustamento implicito nel riallineamento dei tassi di cambio nello SME, avvenuto in marzo. Se portate ad effetto con successo, queste misure potrebbero di fatto essere sufficienti a far uscire la Francia dal gruppo dei paesi con problemi di bilancio irrisolti.

Fra i paesi minori, alcuni dei più gravi e spettacolari deterioramenti nella situazione di bilancio si riscontrano in Belgio, Danimarca e Svezia, dove da qualche tempo appare evidente che, in assenza di provvedimenti correttivi, la situazione è destinata prima o poi a farsi insostenibile. In altri termini, è probabile che in tali paesi persino una forte ripresa generale dell'attività economica riesca ad eliminare una parte soltanto dei recenti disavanzi di bilancio in virtù dei meccanismi di stabilizzazione automatica.

I problemi connessi alla politica fiscale non sono tuttavia limitati esclusivamente all'ampliamento dei disavanzi di bilancio negli ultimi anni. Va ricordato che in molti paesi si è altresì auspicata una riduzione della dimensione del settore pubblico in rapporto al PNL. Una tale evoluzione era ritenuta desiderabile di per sé, in quanto l'ampliamento della quota di risorse assorbita o comunque

intermediata dal settore pubblico è stata spesso chiamata in causa quale importante, anche se non unico fattore del deterioramento a livello mondiale dell'andamento economico generale. D'altra parte, si riteneva che un inasprimento della pressione fiscale avrebbe potuto esercitare effetti disincentivanti, nonché rafforzare le spinte salariali indotte dal prelievo tributario.

Disavanzo finanziario delle amministrazioni pubbliche¹
in percentuale del risparmio privato lordo, 1966-1982

Paesi	1966-69	1970-73	1974-77	1978	1979	1980	1981	1982 ²
	medie annue							
Stati Uniti	- 0,4	0,5	6,6	- 0,2	- 3,6	7,6	5,6	20,6
Giappone . . . . .	.	- 2,9	9,0	18,2	16,6	14,0	14,4	13,3
Germania	1,2	- 1,2	15,9	12,9	15,4	16,2	20,4	19,1
Francia	- 1,1	- 4,0	3,8	8,8	3,3	- 2,1	8,7	15,3
Regno Unito	4,1	4,4	26,6	19,8	15,5	18,2	13,6	13,4
Italia . . . . .	.	23,7	33,4	35,1	33,3	30,3	44,8	45,1
Canada	- 5,9	- 3,1	6,8	15,5	9,3	9,8	6,2	30,5
Belgio	6,8	9,4	16,6	27,4	33,6	43,4	61,9 ²	57,0
Paesi Bassi	3,8	- 0,2	8,1	14,8	20,1	21,6	26,5 ²	30,0
Svezia	-33,1	-32,6	-19,9	3,8	19,6	22,4	31,0 ²	38,0

¹ 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 ancora maggiore in rapporto al risparmio privato lordo. ² Stime.

Fonte: Dati di Contabilità nazionale e OCSE.

Pertanto, nonostante la recessione, le autorità hanno mostrato una notevole risolutezza nell'azione volta a ridurre i disavanzi e la spesa pubblica, soprattutto mediante modifiche ai meccanismi di indicizzazione e alle provvidenze sociali. Si è visto in essi una fonte di notevoli difficoltà, sia nell'immediato sia in futuro, nel contesto di un probabile lento sviluppo economico e di un crescente numero di aventi diritto a tali prestazioni. A loro volta, questi sforzi in senso restrittivo hanno contribuito a ridurre i disavanzi strutturali di più lungo periodo. Ma, così come nel caso dei disavanzi di bilancio, gli effetti automatici della recessione hanno agito nel senso di impedire che i progressi compiuti dalle autorità nell'azione di riequilibrio trovassero espressione nei dati relativi alla spesa e alla pressione fiscale. In effetti il 1982 ha fatto segnare nei sette maggiori paesi industriali un nuovo aumento - in media di quasi 1,5 punti percentuali - della quota totale della spesa delle amministrazioni pubbliche, la quale si è portata al livello di circa il 42% contro il 37,5% nel 1978. E, nella maggior parte dei casi, le cifre relative al 1982 costituiscono un nuovo primato del periodo postbellico. Forse ancora più preoccupante è il fatto che un'ampia parte degli sforzi di restrizione si sono ripercossi sui programmi di spesa in conto capitale, anziché sulle uscite correnti. Se da un lato ciò rispecchia la relativa facilità con cui possono essere comprese le spese per investimenti pubblici, non va dimenticato che queste possono svolgere un ruolo infrastrutturale particolarmente importante nell'incoraggiare l'investimento privato e nello stimolare l'occupazione.

Dal lato delle entrate tributarie, solamente negli Stati Uniti vi è stato un calo della pressione fiscale (di quasi un punto, fino al livello del 31,7%), ma comunque soltanto a prezzo di un marcato aumento del disavanzo federale, dall'1 al 3,75% del PNL. Negli altri paesi il carico fiscale è rimasto molto elevato, anche nel Regno Unito, dove la riduzione del disavanzo di bilancio ha avuto un ruolo preminente rispetto ad altre considerazioni.

Il problema della disoccupazione

Alla fine del 1982 praticamente in tutti i paesi si registravano forti aumenti della disoccupazione, che ne portavano il livello a valori senza precedenti nel periodo postbellico. Nella primavera di quest'anno la disoccupazione nei paesi del Gruppo dei Dieci si situava in media quasi al 9%, con tassi molto più elevati in taluni settori delle forze di lavoro, e in particolare fra i giovani. Dal 1980, già considerato un anno di alta disoccupazione secondo i parametri del dopoguerra, la percentuale delle persone senza lavoro è cresciuta di oltre metà.

Appare abbastanza chiaro che la causa immediata di questo ulteriore balzo della disoccupazione va ricercata nella debolezza dell'attività economica negli ultimi tre anni e specialmente nell'improvviso calo della produzione dell'anno scorso. Per quanto riguarda l'Europa - ad esclusione però del Regno Unito - è pur vero che nel corso dell'ultimo triennio si è manifestata una certa accelerazione nella crescita delle forze di lavoro. D'altra parte negli Stati Uniti l'incremento dell'offerta di lavoro presenta un rallentamento nel periodo più recente, cosicché nell'insieme dei paesi industriali le variazioni del tasso di crescita delle forze di lavoro hanno probabilmente avuto uno scarso impatto netto sull'andamento di breve periodo della disoccupazione.

Disoccupazione

Paesi	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1982	1982	1983
	medie annue in percentuale delle forze di lavoro							dic.	marzo
Stati Uniti	5,6	7,7	6,1	5,9	7,2	7,6	9,7	10,8	10,3
Canada	5,3	7,1	8,4	7,5	7,5	7,6	10,8	12,8	12,6
Giappone	1,4	2,0	2,2	2,1	2,0	2,2	2,4	2,4	2,6
Germania	2,7	4,6	4,4	3,8	3,9	5,6	7,7	8,5	9,3
Francia	2,3	4,3	5,3	6,0	6,4	7,8	8,8	8,9	8,8
Regno Unito	2,6	5,2	5,5	5,1	6,5	10,2	12,0	12,7	13,0
Italia	5,4	6,7	7,2	7,7	7,6	8,4	9,1	9,8 ^{1,2}	.
Paesi Bassi	3,3	5,5	5,1	5,1	5,9	9,0	12,3	14,1	16,5 ³
Svezia	2,0	1,6	2,2	2,1	2,0	2,5	3,1	3,4	3,6
Belgio	2,6	5,7	7,0	7,2	7,9	9,4	11,0	11,6 ²	12,2 ²
Svizzera	0,0	0,7	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	0,7	0,8
Totale paesi del Gruppo dei Dieci	3,7	5,5	5,1	5,0	5,7	6,6	8,1	8,8	8,8

¹ Prima settimana del gennaio 1983. ² Non destagionalizzato. ³ Nuova serie dal gennaio 1983.

Tuttavia, l'attribuire a fattori congiunturali le variazioni a breve termine della disoccupazione non equivale necessariamente a negare che siano altresì in atto forze sottostanti di lungo periodo, né che i livelli di disoccupazione che si manifestano inizialmente in un contesto congiunturale possano con il tempo assumere una connotazione più strutturale.

Volendo fare alcuni esempi, andrebbe anzitutto ricordato che nel lungo periodo hanno operato importanti fattori demografici, come l'aumento dei tassi di partecipazione delle forze di lavoro femminili e l'ingresso sul mercato del lavoro della generazione del cosiddetto "boom delle nascite". Inoltre, entrambi questi sviluppi hanno agito nel senso di accrescere, sul totale delle forze di lavoro, la quota di quei gruppi che presentano di regola tassi di disoccupazione relativamente elevati.

Un elemento forse di maggior peso, indicato in misura crescente come una delle cause principali degli attuali tassi di disoccupazione, sarebbe costituito dai livelli salariali inappropriati. Sul piano empirico uno dei fatti più convincenti a sostegno di tale tesi appare essere la correlazione fra la maggiore flessibilità dei salari reali osservata negli Stati Uniti e la forte crescita dell'occupazione in questo stesso paese nel corso dell'ultimo decennio, in contrasto con la maggiore rigidità delle retribuzioni reali in Europa accompagnata da risultati assai più modesti in termini di occupazione. Infatti, fra il 1970 e il 1980 l'occupazione complessiva negli Stati Uniti è aumentata di circa il 2,5% l'anno, mentre quella dei paesi CEE è salita in media soltanto dello 0,25%.

Ciò nonostante è difficile dire con certezza in quale misura la disoccupazione sia imputabile ai salari eccessivi. Si suppone comunemente che una delle conseguenze sia la sostituzione di manodopera troppo onerosa con capitale, il che tenderebbe ad accrescere la produttività del lavoro. E, in effetti, nei paesi europei — dove il problema dei salari reali è più che altrove acuto — la crescita della produttività è stata in genere ben superiore a quella osservata nell'America del Nord. D'altra parte, tutti i paesi hanno presentato un marcato rallentamento nella crescita della produttività rispetto ai *trends* degli anni sessanta e dei primi anni settanta. Anche in Giappone si è assistito ad una netta decelerazione, nonostante una dinamica particolarmente flessibile dei salari reali, soprattutto durante e dopo il secondo shock petrolifero.

Un altro meccanismo che comporta eccessivi costi salariali concerne non tanto la sostituzione di capitale a lavoro, quanto il livello inadeguato degli investimenti sia di ampliamento che di rinnovamento. E, come si è spesso fatto rilevare con preoccupazione nelle Relazioni degli anni passati, i *trends* degli investimenti hanno effettivamente subito un rallentamento generale e marcato dal 1973, tra l'altro facendo anche sorgere ulteriori dubbi circa l'entità della sostituzione capitale-lavoro. Una tale evoluzione rischia ovviamente di comportare un volume inadeguato di *stock* di capitale in rapporto alle esigenze in termini di occupazione, e quindi un crescente livello di disoccupazione strutturale. Tuttavia, in questo caso non si può essere certi se la responsabilità della più lenta crescita dello *stock* di capitale è attribuibile ai salari reali eccessivi di per sé, oppure al più generale rallentamento della crescita economica. In altre parole, potrebbe aver agito il ben noto meccanismo dell'acceleratore, associato — nel periodo più recente — a tassi d'interesse eccezionalmente elevati. E' stata altresì avanzata l'ipotesi che l'eccessiva variabilità dei tassi di cambio abbia indebolito gli incentivi a investire.

E' pertanto difficile, se non addirittura impossibile, pronunciarsi con certezza su tale questione in base alle indicazioni disponibili. Sebbene i fattori legati alla domanda possano essere stati in definitiva prevalenti, è verosimile che la situazione salari reali-reddittività avrebbe avuto in ogni caso forti ripercussioni sull'occupazione — soprattutto attraverso la sostituzione di capitale a lavoro — anche in presenza di una ben maggiore crescita della domanda aggregata. Ad ogni modo, se la produzione e la formazione di capitale permangono a bassi livelli per un lungo periodo di tempo, il risultato finale — ossia una crescente disoccupazione strutturale — è probabilmente lo stesso qualunque sia il meccanismo sottostante. Pertanto non va trascurato il pericolo che le economie cadano in quella che è stata denominata "trappola della crescita lenta".

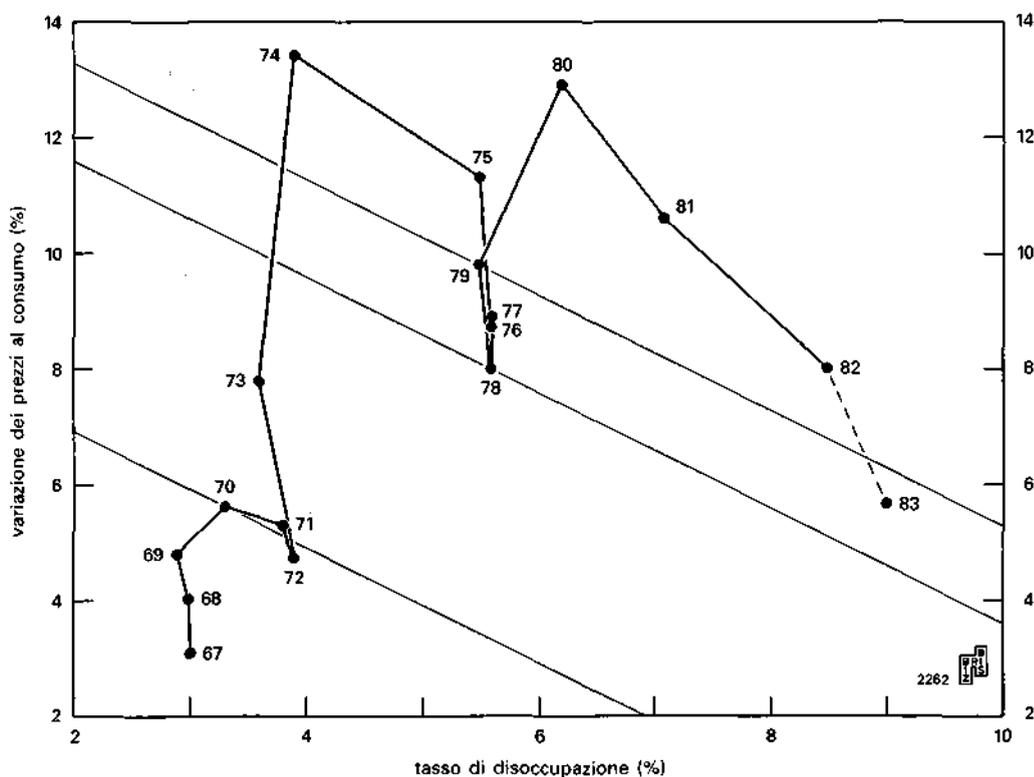
Disinflazione: progressi conseguiti e prospettive

Nelle pagine che precedono si è trattato del considerevole rallentamento dell'inflazione dei prezzi al consumo nell'arco degli ultimi tre anni, nonché dei gravi costi che essa appare aver comportato in termini di disoccupazione e di mancata produzione. Evidentemente qualsiasi giudizio sul processo disinflazionistico compiuto finora deve tenere conto sia dei benefici sia degli apparenti costi. Ma una valutazione complessiva deve inoltre cercare di comprendere un certo apprezzamento delle prospettive future. In altre parole, quanto più le politiche disinflazionistiche avranno impresso un duraturo cambiamento al comportamento dei prezzi e dei costi, tanto meno — presumibilmente — l'attuale bassa produzione ed elevata disoccupazione dovranno essere considerate come costi in senso più profondo.

La configurazione più recente in termini di combinazione di inflazione dei prezzi al consumo e di disoccupazione è rilevabile nel grafico e nella tabella che seguono. Come è ben noto, qualsiasi tentativo di combinare i due fenomeni in un solo indice comporta una ponderazione completamente arbitraria, oppure l'adozione di un particolare giudizio di valore da parte del singolo osservatore. E' quindi arbitrario anche il cosiddetto indice di "malessere" che semplicemente somma i tassi di disoccupazione e di inflazione. Tale indice può essere tuttavia di una certa utilità nel valutare il processo disinflazionistico finora realizzato. Infatti è probabile che praticamente tutti definirebbero il "successo" della disinflazione come il raggiungimento al tempo stesso di bassi livelli sia di inflazione sia di disoccupazione. Cioè, prima o poi, una efficace politica disinflazionistica dovrebbe tradursi nel grafico in un certo spostamento dei punti verso l'origine degli assi.

Le tre linee parallele nel grafico uniscono i punti di pari livello dell'indice medio di "malessere" in corrispondenza di determinati anni. Se si usano tali linee come termine di confronto il grafico mostra in effetti un certo progresso nonostante il forte aumento della disoccupazione. Nella primavera di quest'anno l'indice aggregato era ridisceso dal punto di massimo e stava portandosi verso il livello del 1978. Nondimeno va nuovamente sottolineato il carattere arbitrario dell'indice. L'adozione di pesi differenti e/o una rappresentazione non lineare dell'indice stesso potrebbe evidentemente mettere in una luce diversa gli sviluppi più recenti. Inoltre, il grafico indica a livello intuitivo che una decisa riduzione del tasso di disoccupazione costituirebbe ora la via più sicura e meno ambigua verso una

Paesi industriali: inflazione e disoccupazione, 1967-1983*



* Medie per i periodi indicati, eccetto per il 1983, dove il punto rappresenta la disoccupazione media nel mese di febbraio messa in relazione alla variazione dei prezzi al consumo nei precedenti dodici mesi.

Indici di "malessere", 1970-1983

Paesi	1970	1975	1978	1979	1980	marzo 1983
Giappone	8,9	13,8	6,1	5,6	10,1	4,9
Stati Uniti	10,9	17,7	13,7	17,1	20,7	13,9
Regno Unito	8,9	28,0	13,8	18,5	24,6	17,4
Germania	4,1	10,7	7,1	7,9	9,4	12,8
Paesi Bassi	4,8	15,4	9,2	9,3	12,5	19,2
Belgio	5,7	17,3	11,5	11,7	14,5	21,0
Francia	7,6	15,6	14,6	16,6	19,9	17,7
Italia	10,6	23,3	19,7	23,3	28,8	26,2
Canada	9,1	17,7	17,3	16,6	17,7	19,8
Svezia	8,6	11,4	12,3	9,3	15,6	12,0
Svizzera	3,6	7,1	1,4	4,0	4,2	5,6
Paesi del Gruppo dei Dieci	9,1	16,9	12,1	14,2	17,8	13,6

situazione piú soddisfacente. Tuttavia questa conclusione non implica affatto che si debba modificare l'orientamento della politica economica dando maggior peso nel breve periodo all'occupazione, oppure che cosí facendo ne conseguirebbe un miglioramento globale nella situazione inflazione/disoccupazione.

Ad ogni modo, come mostra la tabella, la posizione dei vari paesi si presenta assai differenziata. Gran parte del miglioramento registrato dall'indice aggregato va attribuito a Giappone, Stati Uniti e Regno Unito. Nel caso del Giappone l'indice

è persino inferiore a quello del 1970. Invece, per quanto riguarda gli altri paesi, in molti casi non vi è stato alcun progresso, in parte a causa del ruolo avuto dalla debolezza esterna delle rispettive monete. Nei Paesi Bassi vi è addirittura un ulteriore peggioramento dell'indice nonostante i risultati abbastanza buoni ottenuti sul piano dell'inflazione.

Nondimeno, se si considera la situazione nel suo insieme, si può forse concludere che in base ai dati non è da scartare la possibilità che il processo di disinflazione stia infine iniziando a produrre gli auspicati effetti di lungo termine in diversi importanti paesi. Tuttavia i progressi finora ottenuti – in termini di indice di "malessere" – sono dovuti quasi interamente al forte rallentamento dell'inflazione dei prezzi al consumo. Un'importante questione che quindi si pone è quanto solide siano le basi di questo calo.

Purtroppo è necessaria una certa cautela, principalmente per due motivi: anzitutto per il ruolo avuto dal calo dei prezzi delle materie prime; in secondo luogo per l'effetto dei tassi d'interesse sugli indici dei prezzi al consumo in diversi paesi maggiori, fra cui in particolare gli Stati Uniti. Ne consegue che in parte il rallentamento dei prezzi al consumo potrebbe rivelarsi temporaneo e (come nel caso delle materie prime non petrolifere) fors'anche reversibile.

Tuttavia, sul fronte dei salari, che possono essere considerati il nucleo del problema inflazionistico sul piano interno, sono stati rilevati i motivi che giustificano un considerevole ottimismo. Al tempo stesso, in molti paesi vi è stato un deciso processo di espulsione di manodopera marginale, sicché dovrebbe esservi ora un notevole potenziale per ulteriori marcati guadagni di produttività.

Le prospettive di ripresa. I considerevoli progressi già compiuti nel ridurre l'inflazione – specialmente se essi si consolidano e se la crescita del reddito nominale è sostenuta – dovrebbero di per sé incrementare la ripresa economica. In effetti tale ripresa pare già essere iniziata negli Stati Uniti, in Germania e nel Regno Unito. Come si dirà nel Capitolo IV, in questi paesi e in Giappone, quanto meno lo scorso anno, la crescita in termini reali dell'offerta di moneta è stata sensibilmente positiva. Naturalmente un più basso tasso d'inflazione riduce in modo automatico le perdite reali subite dai detentori di attività finanziarie. E laddove (come in particolare nel Regno Unito) i detentori di ricchezza paiono cercare di compensare queste perdite aumentando la quota di risparmio, una diminuzione dell'inflazione tende automaticamente ad aumentare la propensione alla spesa per consumi. Altri effetti di ricchezza possono inoltre derivare dai guadagni in conto capitale conseguenti al calo dei tassi d'interesse nominali sulla scia della minore inflazione. E, nella misura in cui la fiducia delle imprese nelle future prospettive di vendita è rafforzata dalla presenza e dalla previsione di un più basso tasso d'inflazione, si possono altresì produrre effetti positivi sugli investimenti privati. Infine, il calo dei tassi d'interesse nominali potrebbe anche, in un contesto di ripresa generale, allentare almeno in parte i vincoli che gravano attualmente sulla capacità di acquisto dei paesi in via di sviluppo non petroliferi.

E' possibile che altre forze automatiche siano all'opera dopo un protratto periodo di lenta crescita. In particolare può essersi formato un accumulo di domanda potenziale nel mercato dei beni di consumo durevoli, dove ha spesso svolto un ruolo importante il ciclo delle sostituzioni. Alcuni paesi presentano anche un potenziale di domanda insoddisfatta nel settore delle abitazioni in conseguenza

di cambiamenti sociali e demografici in atto. Infine, nel settore delle imprese dovrebbe ora essere necessaria una certa ricostituzione delle scorte e, almeno in certe aree, può persino esservi l'esigenza di aumentare gli investimenti per controbilanciare gli effetti di un lungo periodo di stagnazione o di calo dello *stock* di capitale.

Comunque, in tutti questi casi la possibilità che tali meccanismi automatici entrino in azione è chiaramente collegata al livello dei tassi d'interesse, soprattutto in termini reali. E sotto questo aspetto, come mettono in evidenza il presente capitolo e quelli che seguono, i progressi compiuti sono insufficienti. Infatti, sebbene i tassi nominali siano effettivamente calati, questa diminuzione — soprattutto nel settore a lungo termine — è stata inferiore al calo dell'inflazione. Di conseguenza, vi è la diffusa percezione che i tassi d'interesse reali permangono a livelli storicamente elevati, specialmente per un periodo di recessione. A sua volta questo capitolo ha indicato come un importante fattore alla base di questa situazione risieda nella prevista evoluzione dei disavanzi di bilancio negli Stati Uniti. Fintanto che non sarà posto rimedio a questo stato di cose persiste il rischio che la ripresa muoia sul nascere e con essa la riuscita del processo di disinflazione.

Considerato il calo dell'inflazione ottenuto, sarebbe particolarmente deprecabile una tale fine prematura del processo di ripresa. Invero, ad un livello più approfondito ciò sarebbe in contrasto con l'intendimento della politica economica espresso dall'attuale orientamento delle autorità monetarie. Fintanto che l'inflazione rimane sotto controllo, questo orientamento consente chiaramente uno spazio maggiore di quanto si sia avuto nel recente passato per una più rapida e solida crescita reale.

III. I MERCATI FINANZIARI E LE INNOVAZIONI IN CAMPO FINANZIARIO

Aspetti salienti

Il presente capitolo si propone di fornire un collegamento, attraverso l'esame del sistema bancario e dei mercati finanziari, tra l'analisi dell'evoluzione dell'economia reale esposta nel Capitolo II e quella della condotta della politica monetaria, oggetto del capitolo seguente. La prima parte esamina l'andamento recente della velocità di circolazione della moneta in rapporto al reddito e i cambiamenti nelle condizioni di fondo del mercato creditizio. A questo riguardo, in alcuni paesi è divenuto sempre più importante considerare non i soli flussi bancari, cioè le variazioni nella massa monetaria e nelle sue contropartite, ma il complesso dei flussi finanziari. Ciò in quanto i flussi creditizi diversi da quelli connessi con le variazioni di un particolare aggregato monetario, attraverso la loro influenza sulla spesa, possono talvolta esercitare effetti inattesi sulla velocità di circolazione rispetto al reddito. La seconda parte del capitolo considera alcuni sviluppi a più lungo termine che paiono modificare la struttura dei flussi finanziari tra i vari settori. Più specificatamente, esso esamina le principali innovazioni intervenute nel sistema finanziario negli ultimi anni e pone in rilievo alcune delle loro implicazioni per la politica monetaria.

Lo scorso anno, sotto il persistente influsso delle politiche disinflazionistiche, nella maggior parte dei paesi industriali la domanda di credito del settore privato ha avuto la tendenza a contrarsi mentre si è generalmente accresciuta la domanda di saldi monetari in termini reali. Questi andamenti, che riflettono un atteggiamento precauzionale sia dei mutuatari sia dei detentori di attività finanziarie, sono andati di pari passo con la flessione dell'inflazione e dei tassi d'interesse. Essi si sono altresì rispecchiati in un marcato rallentamento della velocità di circolazione degli aggregati monetari in alcuni paesi, e in particolare negli Stati Uniti. Il mutato comportamento per quanto concerne la detenzione di attività monetarie e il ricorso al credito ha posto nuovi problemi alla gestione monetaria, in quanto non era chiaro in che misura la riduzione della velocità di circolazione fosse di natura congiunturale o rappresentasse invece un fenomeno più duraturo, connesso al regredire delle aspettative inflazionistiche.

La diminuzione complessiva della domanda di credito è strettamente collegata ad alcuni rilevanti mutamenti nella distribuzione settoriale delle eccedenze e dei disavanzi finanziari netti. In termini generali, nella maggior parte dei paesi il settore delle imprese ha ridotto il proprio disavanzo finanziario, prevalentemente attraverso una compressione dei costi e degli investimenti, mentre le Famiglie hanno diminuito il ricorso al credito, soprattutto per l'acquisto di abitazioni, ed hanno accresciuto il loro risparmio finanziario. In gran parte come contropartita automatica dell'andamento delle posizioni finanziarie del settore privato, in alcuni paesi vi è stato un aumento del disavanzo finanziario del settore pubblico, nonostante gli sforzi compiuti in molti casi per ridurre la componente strutturale.

La flessione della domanda globale di credito ha interessato principalmente i fondi intermediati del sistema bancario. Nella maggior parte dei paesi, l'espansione del credito bancario interno ha contribuito in misura minore alla crescita dell'offerta di moneta in senso lato, soprattutto a causa di un rallentamento del ricorso al credito del settore privato. I nuovi prestiti bancari al settore pubblico, mentre sono diminuiti in alcuni paesi, sono rimasti a livelli elevati o sono aumentati in altri.

Con la distensione delle condizioni monetarie nel corso del 1982, i mercati delle nuove emissioni hanno manifestato i primi segni di ripresa. Tuttavia, essi hanno continuato ad essere caratterizzati, ancor più che in passato, dalla predominanza del settore pubblico e dei mutuatari istituzionali. Pertanto, le possibilità delle imprese di attingere direttamente fondi sul mercato per migliorare le loro indebolite strutture finanziarie hanno continuato ad essere assai modeste, nonché limitate ad alcuni paesi e alle società maggiori. Di conseguenza, è stato soprattutto in virtù degli sforzi compiuti per migliorare il flusso interno di liquidità e per indebitarsi a più lungo termine presso le istituzioni finanziarie che le società hanno potuto sperare in un significativo rafforzamento delle loro strutture di bilancio.

Il presente capitolo dedica particolare attenzione ai cambiamenti intervenuti nell'arco di alcuni anni nei sistemi finanziari di alcuni paesi industriali. Alcune di queste innovazioni e modifiche hanno reso più difficile la definizione e misurazione degli aggregati monetari, mentre altre hanno mutato i termini e le condizioni dei rapporti tra debitore e creditore e, più in generale, il processo di intermediazione finanziaria. Tutti i paesi industriali maggiori hanno sperimentato un certo grado di innovazione finanziaria, anche se in alcuni di essi il ritmo è stato molto più rapido che in altri. A livello generale, ciò è evidenziato dal fatto che le funzioni di velocità di circolazione della moneta sono andate modificandosi e manifestano altresì un elevato grado di instabilità, non imputabile ai movimenti dei tassi d'interesse.

Molte innovazioni sono connesse alla diffusione della cosiddetta gestione delle passività, con la quale le istituzioni finanziarie hanno fatto crescente ricorso, come fonte di finanziamento delle loro operazioni, a strumenti recanti tassi d'interesse correlati al mercato. Questa evoluzione ha ridotto l'importanza dei depositi convenzionali, soprattutto di quelli per fini transattivi. Inoltre, allo scopo di proteggersi dai rischi connessi all'alto e variabile livello dei tassi d'interesse e al crescente volume di passività remunerate a tassi d'interesse in linea con il mercato, le istituzioni finanziarie di diversi paesi industriali sono ricorse ai prestiti a tasso variabile e/o ad un accorciamento delle scadenze. Tuttavia, queste tecniche sono generalmente meno sviluppate di quella della gestione delle passività.

I cambiamenti intervenuti nel sistema bancario e nei mercati finanziari hanno aggravato alcuni problemi per le politiche monetarie negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito. Tali problemi concernono la definizione e misurazione della moneta, la stabilità della domanda di moneta e la trasmissione al settore reale dei mutamenti nella politica monetaria. Altrove, il ritmo delle innovazioni, nel complesso, è stato più o meno graduale, ed ha avuto quindi implicazioni di minore portata per la politica monetaria.

La disinflazione e la velocità di circolazione della moneta

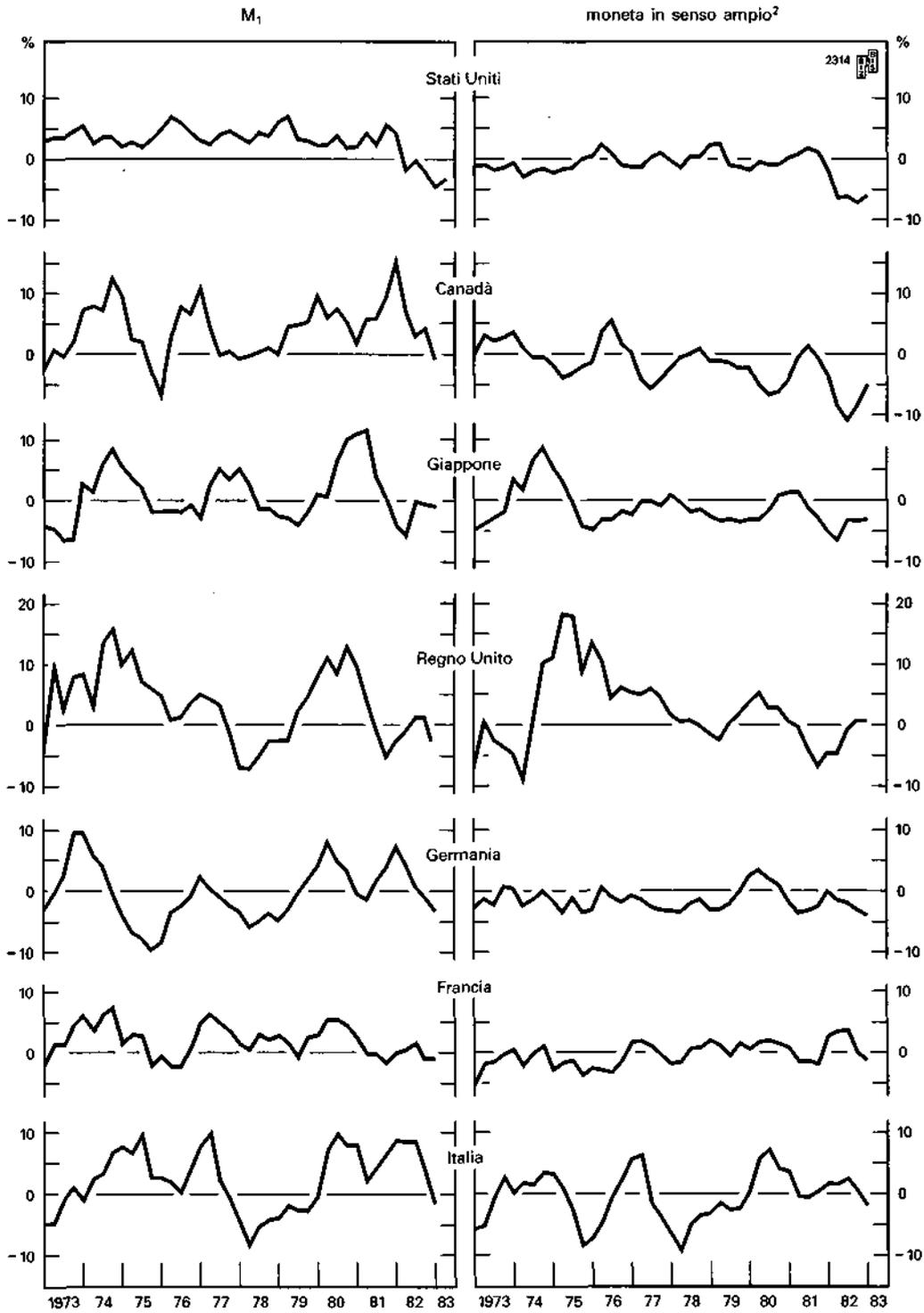
Dopo aver raggiunto tassi altissimi di variazione nel 1980-81, lo scorso anno la velocità di circolazione della moneta in rapporto al reddito è sensibilmente diminuita nella maggior parte dei principali paesi industriali, registrando variazioni modeste o negative (cfr. grafico). Espressa come rapporto fra il PNL in termini nominali e la quantità di moneta, la velocità di circolazione è influenzata dalle variazioni di natura sia congiunturale che tendenziale nel rapporto tra moneta e spesa aggregata. Come tale, essa può rispecchiare flussi creditizi che, pur non rappresentando una contropartita delle variazioni nella stessa quantità di moneta, possono nondimeno contribuire a finanziare la spesa totale. E' in tale contesto che è utile esaminare i cambiamenti nella situazione complessiva del sistema finanziario e non solo le variazioni della quantità di moneta, comunque definita, e delle sue contropartite di credito. I flussi creditizi complessivi sono legati ai movimenti nelle attività finanziarie sia monetarie che non monetarie. Pertanto, in un contesto dinamico, le variazioni nella domanda di attività finanziarie non possono essere valutate appieno senza considerare i cambiamenti delle condizioni del mercato creditizio e dei tassi d'interesse. A titolo esemplificativo, si può rilevare che negli Stati Uniti, parallelamente ad un aumento della velocità di circolazione di M_1 di oltre l'85% tra il 1960 e il 1981, il rapporto tra credito totale e M_1 è salito del 95% circa, e nello stesso arco di tempo la velocità del credito totale rispetto al reddito è rimasta sostanzialmente invariata. Come tendenza di lungo periodo, un andamento di questo genere può riflettere in parte un processo di innovazione finanziaria il cui corso può differire notevolmente da paese a paese. Sotto un profilo congiunturale, le fluttuazioni della velocità possono essere connesse a variazioni nella preferenza per la liquidità, nella propensione alla spesa e nei tassi d'interesse.

Alla luce di queste osservazioni preliminari, il presente paragrafo e i due successivi esaminano i movimenti nella velocità di circolazione e i flussi creditizi intermediati dal sistema bancario e da altri canali, al fine di fornire gli elementi per una migliore comprensione degli sviluppi recenti. Poiché le variazioni di breve periodo nella velocità di circolazione si muovono generalmente in senso pro-ciclico, le flessioni nella fase di rallentamento economico disinflazionistico non sono affatto sorprendenti, anche se l'evoluzione recente appare degna di nota per due aspetti.

In primo luogo, in quasi tutti i paesi riportati nel grafico la flessione della velocità della moneta per scopi transattivi, M_1 , è stata alquanto pronunciata. Particolarmente rimarchevole è quella registrata negli Stati Uniti, dove nel 1982 la velocità di M_1 ha segnato un calo addirittura del 3,6%, contrapposto ad un aumento medio annuo di oltre il 3,5% nel precedente decennio. Anche in altri paesi, tra cui il Giappone, la Francia e, nel secondo semestre del 1982, la Germania, la velocità di circolazione della moneta in senso stretto ha subito una flessione, mentre nel Regno Unito la velocità sembra essere rimasta stabile nel corso dell'anno. L'aumento della domanda di moneta ha rispecchiato probabilmente sia una diminuita propensione alla spesa e agli investimenti, sia un concomitante calo dei tassi d'interesse nominali e dell'inflazione.

In secondo luogo, anche la velocità di circolazione della quantità di moneta in senso ampio ha registrato un calo diffuso nel 1982 e nei primi mesi di quest'anno. Negli Stati Uniti la velocità di L (liquidità) è scesa di oltre il 6% lo scorso anno, dopo essere rimasta tendenzialmente costante nel decennio precedente, mentre in

Variazioni nella velocità di circolazione della moneta in rapporto al reddito¹



¹ Variazioni percentuali su quattro trimestri. I dati relativi alla quantità di moneta sono medie trimestrali (valori di fine trimestre per il Regno Unito). ² Per gli Stati Uniti, L (liquidità); per il Canada e la Francia, M₂; per il Giappone, M₂+CD; per il Regno Unito, PSL₂; per la Germania e l'Italia, M₃.

Germania la velocità di M_3 è calata pressoché ininterrottamente fin dal quarto trimestre del 1980. Lo scorso anno la velocità della moneta in senso ampio è diminuita notevolmente anche in Giappone e Canada. Poiché, a differenza del caso di M_1 , è meno probabile che queste flessioni rispecchino variazioni nei tassi d'interesse e nella composizione della domanda di credito, dovrebbe essere presente l'influsso di un altro fattore. Sembra possibile, specie in un contesto di aggravamento della recessione e di crescenti incertezze, che sia aumentata la domanda a fini precauzionali di moneta e in taluni casi più in generale di attività liquide. Questa ipotesi è plausibile ove si tenga conto del ridotto flusso di finanziamento interno delle società, del crescente onere per il servizio del debito e dell'aumento della disoccupazione.

In parte, il netto calo della velocità di circolazione avutosi in alcuni paesi durante il 1982, può ben essere dovuto ad una diminuzione duratura della propensione ad indebitarsi e ad una accresciuta preferenza per i saldi liquidi, derivanti dal regresso dell'inflazione e delle aspettative inflazionistiche. L'entità di questi spostamenti delle preferenze è tuttavia incerta, in quanto le consuete difficoltà nel distinguere le variazioni di carattere permanente da quelle cicliche sono state accentuate dalla natura eccezionale del processo disinflazionistico iniziato verso il 1979. Più specificatamente, le politiche concertate di disinflazione, poste in essere dopo molti anni di accumulazione delle tensioni inflazionistiche, hanno fatto notevoli progressi nel ridurre l'inflazione corrente in molti paesi. Nonostante questo successo, non è ancora chiaro al momento in che misura siano migliorate le aspettative inflazionistiche sottostanti.

Date le ampie variazioni registrate lo scorso anno nella velocità di circolazione, e le ambiguità concernenti le cause di fondo, esistono notevoli incertezze circa il probabile corso futuro della velocità. In considerazione di ciò, le autorità monetarie hanno assunto di recente un atteggiamento più flessibile, allentando le condizioni monetarie e accettando un temporaneo superamento dei loro obiettivi monetari (cfr. Capitolo IV). L'esperienza del passato fa ritenere che la recente tendenza calante della velocità potrebbe invertirsi, almeno in parte, con il ritorno della fiducia e la ripresa della domanda. In una situazione di minore incertezza, può darsi che la domanda di credito si rafforzi, i tassi d'interesse si stabilizzino e una parte delle disponibilità accumulate a scopi precauzionali venga smobilizzata. In tale eventualità, si dovrà usare cautela per evitare che una diminuzione nella preferenza per la liquidità alimenti nuove pressioni inflazionistiche. Tuttavia, se le aspettative di forte inflazione e di elevati tassi d'interesse sono state stroncate in modo decisivo, è meno probabile che la velocità torni repentinamente sul *trend* del passato. Di fronte a questa incertezza, è possibile che le autorità monetarie mantengano un approccio più pragmatico nel controllo della moneta, pur nell'ambito dei vincoli imposti dalla fissazione di obiettivi.

Il cambiamento nella struttura delle posizioni finanziarie dei settori

Alcuni dei nessi tra l'evoluzione dell'economia reale e i flussi finanziari sono rilevabili nella configurazione settoriale delle eccedenze e dei disavanzi finanziari. Lo scorso anno, a giudicare dai dati provvisori, le variazioni in questi saldi settoriali hanno generalmente confermato le linee di evoluzione emerse nella maggior parte dei paesi dal 1979-1980. Sotto l'influsso di un indebolimento della domanda, di

elevati tassi d'interesse e del crescente onere per il servizio del debito, nella maggior parte dei casi le imprese hanno continuato a ridurre la manodopera impiegata, a diminuire i costi e a comprimere la spesa in investimenti fissi e in scorte. Ne è derivata, come evidenzia la tabella, un'ulteriore diminuzione del disavanzo di questo settore oppure, come nel caso del Belgio, un aumento dell'eccedenza. Le

Saldi finanziari dei settori¹

Paesi	Anni ²	Settore privato			Settore pubblico	Resto del mondo	Residuo
		Famiglie	Imprese	Totale			
in percentuale del PNL							
Stati Uniti	1975-76	4,5	- 0,3	4,2	- 4,1	- 0,3	0,2
	1979	2,2	- 2,3	-0,1	- 0,4	0,8	- 0,3
	1980	3,6	- 1,2	2,4	- 2,6	0,2	-
	1981	4,3	- 1,9	2,4	- 2,2	0,2	- 0,4
	1982 ³	5,1	- 0,4	4,7	- 5,1	0,4	-
Canada	1975-76	4,9	- 5,1	- 0,2	- 2,5	2,4	0,3
	1979	5,5	- 5,7	- 0,2	- 1,8	1,9	0,1
	1980	6,7	- 5,0	1,7	- 2,1	0,4	-
	1981	7,1	- 8,0	- 0,9	- 1,2	1,6	0,5
	1982 ³	9,3	- 3,9	5,4	- 5,5	- 0,8	0,9
Giappone	1975-76	11,0	- 4,1	6,9	- 7,4	- 0,3	0,8
	1979	9,2	- 3,1	6,1	- 8,0	0,9	1,0
	1980	8,3	- 3,5	4,8	- 6,8	1,1	0,9
	1981	11,2	- 3,1	8,1	- 7,4	- 0,5	- 0,2
	1982 ³	11,0	- 3,9	7,1	- 7,1	- 0,7	0,7
Regno Unito	1975-76	5,1	- 0,2	4,9	- 6,9	1,0	1,0
	1979	6,7	- 1,5	5,2	- 4,3	0,4	- 1,3
	1980	8,2	- 0,6	7,6	- 4,4	- 1,3	- 1,9
	1981	6,6	0,8	7,4	- 3,2	- 2,4	- 1,8
	1982 ³	4,8	0,2	5,0	- 2,5	- 1,5	- 1,0
Francia	1975-76	4,7	- 4,4	0,3	- 1,3	0,9	0,1
	1979	3,6	- 3,5	0,1	- 0,7	0,1	0,5
	1980	2,8	- 5,1	- 2,3	0,3	1,4	0,6
	1981	3,7	- 4,5	- 0,8	- 1,6	1,5	0,9
	1982 ³	5,1	- 5,7	- 0,6	- 2,6	2,9	0,3
Germania	1975-76	8,5	- 3,1	5,4	- 4,5	- 0,8	- 0,1
	1979	7,0	- 5,2	1,8	- 2,7	0,9	-
	1980	7,3	- 6,2	1,1	- 3,2	2,1	-
	1981	7,9	- 5,1	2,8	- 4,0	1,2	-
	1982 ³	7,7	- 3,4	4,3	- 3,9	- 0,3	0,1
Italia	1975-76	15,5	- 7,6	7,9	-10,8	0,9	2,0
	1979	14,6	- 1,3	13,3	-10,0	- 1,7	- 1,6
	1980	12,5	- 7,1	5,4	- 9,6	2,5	1,7
	1981	14,5	- 7,6	6,9	-12,4	2,3	3,2
	1982 ³	14,7	- 4,1	10,6	-13,0	1,6	0,8
Belgio	1975-76	7,7	- 1,1	6,6	- 6,9	- 0,2	- 0,5
	1979	5,6	0,4	6,0	- 8,9	2,9	-
	1980	6,4	0,9	7,3	-12,2	4,9	-
	1981	10,7	1,4	12,1	-16,5	4,4	-
	1982 ³	9,3	3,2	12,5	-16,1	3,6	-
Paesi Bassi	1975-76	8,7	- 2,1	6,6	- 4,0	- 2,6	-
	1979	5,1	- 0,7	4,4	- 5,8	1,4	-
	1980	5,4	- 1,2	4,2	- 5,9	1,7	-
	1981	7,6	1,6	9,2	- 7,2	- 2,0	-
	1982 ³	9,5	1,4	10,9	- 8,5	- 2,4	-

¹ Questi saldi per settori sono ricavati dai conti economici e finanziari nazionali e rappresentano la differenza tra il risparmio (più trasferimenti netti in conto capitale) e gli investimenti di ciascun settore. Il saldo nei confronti del "Resto del mondo" corrisponde approssimativamente alla posizione di parte corrente del paese, con segno inverso. La somma dei saldi settoriali ammonta quindi a zero (a parte il residuo, comprendente in certi casi anche i saldi di certe istituzioni finanziarie e delle società di assicurazioni). ² Media annua per il biennio 1975-76. ³ Dati provvisori.

uniche chiare eccezioni sono rappresentate dal Giappone, dove il disavanzo finanziario è leggermente aumentato nel 1982, portandosi in prossimità del livello del 1975-76, dal Regno Unito e dai Paesi Bassi, dove si sono registrate modeste flessioni dell'eccedenza, e infine dalla Francia.

Lo scorso anno, il principale fattore alla base del saldo finanziario delle Famiglie è costituito da una restrizione della spesa. Soprattutto di riflesso ad un aumento del risparmio a scopo precauzionale, unitamente ad una flessione degli investimenti in abitazioni, l'avanzo finanziario del settore è aumentato in un certo numero di paesi e, in particolare, negli Stati Uniti, in Canada, Francia e Paesi Bassi. In netto contrasto si pone il Regno Unito, dove l'eccedenza è fortemente diminuita tra il 1980 e il 1982. Una delle ragioni addotte a spiegazione di ciò è il calo dell'inflazione e dei tassi d'interesse che ha ridotto l'esigenza delle Famiglie di compensare l'erosione della loro ricchezza finanziaria mediante nuovo risparmio. Un'altra è che il rilancio dell'edilizia abitativa ha avuto inizio in uno stadio precoce.

Dati gli sforzi del settore privato volti a ricostituire la propria posizione finanziaria (escludendo i casi in cui si sono registrate variazioni compensative nella posizione del settore estero), vi è stato inevitabilmente un aumento del disavanzo del settore pubblico. Come mostra la tabella, lo scorso anno i disavanzi di questo settore si presentano alquanto ampi rispetto al 1979, e incrementi notevoli sono stati registrati negli Stati Uniti, in Canada e nei Paesi Bassi. Tuttavia, come descritto nel Capitolo II, un certo numero di paesi ha cercato di ridurre la componente strutturale, ovvero tendenziale, del disavanzo del settore pubblico. Di conseguenza, in diversi casi - in particolare il Regno Unito, ma anche, lo scorso anno, il Giappone e la Germania - i paesi sono riusciti a ridurre il disavanzo finanziario del settore pubblico in rapporto al PNL, anche in un contesto di generale disinflazione. Contemporaneamente, l'Italia e il Belgio hanno dovuto fronteggiare disavanzi finanziari di natura strutturale del settore pubblico particolarmente ampi, e in Francia si è avuto un ulteriore peggioramento del disavanzo del settore pubblico, a seguito degli sforzi intrapresi per sostenere la produzione e l'occupazione.

Il rallentamento dei flussi creditizi complessivi

Lo scorso anno, le variazioni nella configurazione intersettoriale delle attività e passività finanziarie nette si sono generalmente accompagnate ad una flessione del tasso di crescita del credito totale interno intermediato dalle banche e da altri canali. La tabella che segue fornisce una misura approssimata di questi flussi totali per un certo gruppo di paesi. Va notato che l'indebitamento è al lordo delle variazioni nelle attività finanziarie dei settori e quindi risulta generalmente maggiore dei saldi settoriali netti esaminati in precedenza.

In rapporto al PNL, il totale dei fondi raccolti sui mercati creditizi da soggetti non finanziari residenti negli Stati Uniti è sensibilmente calato rispetto al livello eccezionalmente alto del 1979. Dopo una flessione di tre punti percentuali nel 1981, lo scorso anno si è avuto un leggero aumento, principalmente per effetto del forte incremento dell'indebitamento del settore pubblico, ma in parte anche in connessione alla forte decelerazione nella crescita del PNL nominale. Nella maggior parte degli altri paesi, la raccolta complessiva di fondi ha seguito un profilo ciclico più o meno netto. In Germania, il credito totale raccolto dai settori interni non

finanziari è sceso al 12,1% del PNL nel 1982, rispetto al 15,6% dell'anno precedente (queste stime comprendono l'indebitamento all'estero). Analogamente, nel Regno Unito i fondi complessivi raccolti dai settori interni non finanziari sono ulteriormente diminuiti in percentuale del PNL, scendendo ad un livello ben inferiore a quello del 1979. In Giappone, lo scorso anno l'espansione del credito totale è alquanto diminuita in percentuale del PNL, anche se il rapporto risulta abbastanza simile a quello registrato nel 1979. Per contro, in Francia l'espansione del credito totale in rapporto al PNL è leggermente aumentata rispetto al 1979.

La tabella fornisce altresì un'indicazione approssimativa dei cambiamenti nella struttura della domanda di credito per quanto riguarda sia i settori che i mercati. In linea con i precedenti dati sui saldi finanziari dei settori, le imprese hanno generalmente ridotto il ricorso al credito, pur mantenendo o incrementando in certa misura il ricorso al finanziamento obbligazionario e azionario. Si tratta di un fenomeno tipicamente congiunturale che deriva dall'esigenza delle imprese di rafforzare la loro struttura finanziaria e dall'esistenza di condizioni di mercato a ciò propizie, dato il calo dei tassi d'interesse. Pare inoltre che lo spostamento verso

Fondi raccolti dai soggetti residenti non finanziari¹

Paesi	Anni	Mutuati						Settore pubblico ²	Totale
		Settore imprese ²				Settore famiglie ²			
		Azioni	Obbligazioni	Crediti ³	Totale ⁴	Credito per abitazioni ⁵	Altri crediti		
in percentuale del PNL									
Stati Uniti	1975-76	0,6	1,7	1,7	4,0	3,1	1,2	5,7	14,0
	1979	-0,3	1,3	5,1	6,1	5,0	2,3	2,4	15,8
	1980	0,5	1,6	3,4	5,5	3,7	0,8	4,0	14,0
	1981	-0,4	1,2	4,3	5,1	2,8	1,3	3,7	12,9
	1982	0,1	1,2	2,6	3,9	1,8	1,0	6,8	13,5
Giappone	1975-76	0,7	0,8	9,5	10,8	5,0		10,0	25,8
	1979	0,6	0,6	4,7	6,2	5,2		10,6	22,0
	1980	0,6	0,3	6,5	7,8	4,4		10,8	23,0
	1981	0,8	0,5	7,4	8,4	3,9		10,5	22,8
	1982 ⁶	0,8	0,6	7,2	8,6	3,5		8,6	20,7
Regno Unito	1975-76	0,8	0,1	1,7	3,6	3,4	0,1	8,7	15,8
	1979	0,5	0,0	2,7	3,5	3,4	1,9	6,5	15,3
	1980	0,4	0,2	3,3	4,7	3,3	1,6	5,4	15,0
	1981	0,7	0,0	3,2	4,3	3,9	1,8	4,3	14,3
	1982	0,4	0,0	3,0	3,8	5,1	2,0	2,0	12,9
Francia	1975-76	1,2	0,9	5,6	7,7	4,9		4,2	16,8
	1979	1,0	0,5	5,9	7,4	6,2		2,9	16,5
	1980	1,7	0,7	6,6	9,0	4,5		1,9	15,4
	1981	1,5	0,4	6,4	8,3	5,1		3,4	16,8
	1982	1,0	1,1	5,6	7,7	4,2		5,4	17,3
Germania	1975-76	0,4	0,0	2,3	5,0	2,3	1,0	5,2	13,5
	1979	0,3	-0,2	4,1	5,4	4,2	1,4	3,1	14,1
	1980	0,3	0,1	3,5	6,2	4,1	0,8	3,7	14,8
	1981	0,2	0,0	3,1	6,5	3,6	0,5	5,0	15,6
	1982	0,3	0,2	2,0	4,3	2,8	0,6	4,4	12,1

¹ Cifre basate su dati nazionali che differiscono concettualmente da paese a paese. Per gli Stati Uniti, fondi raccolti sui mercati del credito; per il Giappone, emissioni di titoli e prestiti dalle istituzioni finanziarie e dall'estero; per il Regno Unito, indebitamento complessivo dei settori indicati, con l'esclusione del credito commerciale e finanziamenti intrasocietari; per la Francia, indebitamento complessivo rilevato. ² Per il Giappone e il Regno Unito, l'indebitamento delle imprese pubbliche è incluso nell'indebitamento del settore pubblico e, per questi due paesi e la Francia, quello delle imprese individuali è incluso nel credito alle Famiglie. ³ Include i titoli del mercato monetario. ⁴ Include l'indebitamento verso l'estero. ⁵ Per la Germania, il credito complessivo per abitazioni. ⁶ Dati provvisori.

forme di finanziamento a piú lungo termine si sia accelerato in corso d'anno. Nel settore delle famiglie la domanda di credito per abitazioni è diminuita, tranne che nel Regno Unito, mentre i crediti destinati ad altri scopi paiono essere aumentati costantemente. Le piú marcate differenze tra i singoli paesi si riscontrano tuttavia nel ricorso al credito del settore pubblico. Rispetto al 1979, ai forti incrementi in rapporto al PNL registrati negli Stati Uniti e in Francia si contrappongono una sostanziale flessione nel Regno Unito e un calo di minore entità in Germania. In Giappone, nel 1982 l'indebitamento del settore pubblico sui mercati è calato fortemente in rapporto al PNL, pur rimanendo elevato rispetto a quello di altri paesi; ciò riflette in gran parte il suo ruolo di contropartita all'elevato risparmio del settore privato.

Il credito bancario e l'espansione monetaria

Il rallentamento nell'espansione del credito totale durante lo scorso anno va principalmente ascritto al credito intermediato dal sistema bancario (compresa la banca centrale). Ciò non è di per sé sorprendente, ove si consideri l'importanza della creazione di credito bancario rispetto ai flussi creditizi provenienti da altre istituzioni finanziarie o direttamente dal mercato. E' tuttavia opportuno sottolineare che nella maggior parte dei paesi l'importanza relativa del credito bancario è aumentata di recente in conseguenza di un periodo pluriennale caratterizzato da alti e variabili tassi d'inflazione. Sia i mutuatari sia i prestatori di fondi del settore privato hanno mostrato una crescente avversione ai rischi connessi agli impegni finanziari a lungo termine e si sono rivolti in misura sempre maggiore al finanziamento a breve termine del sistema bancario.

Lo scorso anno, l'espansione del credito totale interno erogato dal sistema bancario è rallentata in tutti i paesi del Gruppo dei Dieci, ad eccezione degli Stati Uniti, dell'Italia e del Belgio. La decelerazione è prevalentemente imputabile ad una diminuzione dei crediti concessi al settore privato, dovuta in parte ad un calo del fabbisogno di capitale circolante delle imprese, con il regredire dell'inflazione e il decumulo delle scorte. Inoltre, tenuto conto del maggior ricorso delle società al credito bancario per finanziare il loro fabbisogno a piú lungo termine, il rallentamento del credito bancario è connesso alla marcata flessione degli investimenti fissi nel 1982. In molti paesi le banche hanno altresì erogato un volume minore di nuovo credito per l'acquisto di abitazioni e di beni di consumo durevoli. Il Regno Unito, la Svezia e la Danimarca sono gli unici paesi riportati nella tabella seguente nei quali lo scorso anno è notevolmente aumentato il contributo fornito all'espansione della moneta in senso lato dal credito bancario al settore privato. In Francia il credito interno ha continuato ad espandersi alquanto rapidamente nel 1982, riflettendo in parte una sostenuta domanda di fondi da parte delle imprese, soprattutto del settore pubblico.

In generale, le amministrazioni pubbliche si sono attivamente adoperate lo scorso anno per limitare il finanziamento monetario dei disavanzi del settore pubblico, in modo da lasciare spazio per il credito bancario al settore privato, senza consentire un'eccessiva espansione dell'offerta di moneta. Nella maggior parte dei paesi, tra cui spicca il Regno Unito, tali sforzi sono stati coronati da successo. Nel 1982 la posizione creditoria in essere del sistema bancario britannico verso il settore pubblico è diminuita ben del 10%, mentre le attività in sterline verso il settore

Variazioni nel credito bancario e nella quantità di moneta in senso lato¹

Paesi	Anni	Contributo alle variazioni della quantità di moneta in senso lato delle variazioni in:					Variazioni nella quantità di moneta in senso lato ⁶
		credito al settore privato ²	credito al settore pubblico ³	credito totale bancario interno	attività nette sull'estero ⁴	altre poste ⁵	
		dicembre-dicembre, in punti percentuali						in percentuale
Stati Uniti	1979	8,7	0,0	8,7	- 1,4	0,5	7,9
	1980	5,9	1,0	6,9	2,6	- 0,7	8,8
	1981	4,6	0,1	4,7	2,7	2,7	10,1
	1982	4,2	1,1	5,3	2,4	1,4	9,2
Canada	1979	17,5	- 0,1	17,4	- 1,4	- 0,1	15,9
	1980	10,7	- 0,2	10,5	0,0	0,5	11,0
	1981	33,6	- 0,3	33,3	- 1,6	- 4,2	27,5
	1982	0,2	1,1	1,3	1,2	1,7	4,2
Giappone	1979	7,7	2,3	10,0	- 2,3	1,4	9,1
	1980	8,0	2,0	10,0	- 1,0	- 1,8	7,2
	1981	9,0	2,9	11,9	- 0,2	- 0,7	11,0
	1982	8,6	1,2	9,8	- 0,6	- 2,8	6,3
Regno Unito	1979	16,5	3,3	19,8	- 6,0	- 1,1	12,7
	1980	17,1	4,7	21,8	- 0,8	- 2,4	18,6
	1981	16,4	- 0,8	15,6	0,4	- 2,5	13,5
	1982	20,4	- 5,8	14,6	- 2,9	- 2,4	9,3
Francia	1979	14,2	1,1	15,3	0,6	- 1,5	14,4
	1980	11,8	- 0,5	11,3	2,0	- 3,5	9,8
	1981	15,1	2,4	17,5	- 0,5	- 5,6	11,4
	1982	14,0	2,1	16,1	- 3,2	- 1,5	11,4
Germania	1979	17,1	4,1	21,2	- 3,8	-11,3	6,0
	1980	14,6	3,5	18,1	- 1,5	-10,4	6,2
	1981	11,2	6,7	17,9	2,1	-15,0	5,0
	1982	8,5	4,9	13,4	0,4	- 6,7	7,1
Italia	1979	8,3	10,7	19,0	1,6	2,5	23,2
	1980	7,0	12,5	19,5	- 2,0	- 0,2	17,3
	1981	4,6	12,8	17,4	0,5	- 1,9	16,0
	1982	3,7	14,3	18,0	- 0,7		17,3
Belgio	1979	9,8	6,4	16,2	- 7,8	- 2,1	6,4
	1980	5,0	8,5	13,5	- 1,2	- 8,8	3,5
	1981	4,4	7,7	12,1	-11,5	6,0	6,6
	1982	1,6	11,3	12,9	- 7,4	1,6	7,1
Paesi Bassi	1979	25,6	6,3	31,9	- 3,6	-20,8	7,5
	1980	17,8	4,2	22,0	- 3,7	-14,5	3,8
	1981	10,1	3,7	13,8	3,8	-12,4	5,3
	1982	5,3	5,1	10,4	3,9	- 5,6	8,8
Svezia	1979	12,8	11,0	23,8	- 4,3	- 3,0	16,5
	1980	10,8	14,1	24,9	- 2,6	-10,0	12,3
	1981	9,7	15,2	24,9	- 3,2	- 7,9	13,8
	1982	12,3	8,4	20,7	- 2,7	-10,2	7,8
Svizzera	1979	6,2	0,2	6,4	- 2,4	4,8	8,8
	1980	9,3	0,0	9,3	0,5	- 5,5	4,3
	1981	8,4	0,4	8,8	- 0,9	- 3,7	4,2
	1982	3,1	0,0	3,1	2,8	- 0,7	5,2
Austria	1979	10,4	6,2	16,6	- 1,3	- 9,1	6,2
	1980	8,5	5,7	14,2	- 1,1	- 4,4	8,7
	1981	10,1	3,9	14,0	1,0	- 2,9	12,1
	1982	2,0	6,9	8,9	4,4	0,9	14,2
Danimarca	1979	3,7	15,3	19,0	- 3,7	- 4,5	10,8
	1980	6,0	11,3	17,3	- 7,4	- 1,8	8,1
	1981	4,8	15,4	20,2	- 8,8	- 1,8	9,6
	1982	9,8	16,0	25,8	-13,6	- 1,1	11,1

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

privato sono aumentate quasi del 20%. Ciò è il risultato di un "finanziamento in eccesso" del disavanzo del settore pubblico. Per effetto delle cospicue vendite di titoli di Stato al di fuori del sistema bancario, il contributo del settore pubblico all'espansione dell'offerta di moneta è stato negativo. Per alleviare la conseguente carenza di liquidità sul mercato monetario la banca centrale ha acquistato titoli di Stato a breve termine e, in misura crescente durante il 1982, effetti commerciali dal sistema bancario. In tal modo, il credito bancario al settore delle imprese è andato crescendo parallelamente al ridursi del rischio di un superamento degli obiettivi di espansione monetaria. Anche in Giappone, Francia, Germania, Svezia e Svizzera è diminuita nel 1982 l'incidenza sull'espansione della moneta in senso lato del credito interno erogato al settore pubblico. Solo in Italia, nel Belgio e in Austria il contributo dell'indebitamento del settore pubblico è aumentato sensibilmente. Va tuttavia precisato che in Belgio, Svezia e Danimarca lo scorso anno la raccolta di fondi all'estero del settore pubblico è stata particolarmente ampia. I relativi introiti valutari hanno contenuto la flessione delle attività nette sull'estero del settore bancario ed hanno contribuito a mantenere più distese le condizioni monetarie interne.

Nella maggior parte dei paesi, la crescita dell'offerta di moneta in senso ampio non è rallentata nella stessa misura dell'espansione del credito bancario interno; ciò vale sia per il 1982 sia per il più lungo periodo dal 1979-1980. Una ragione di ciò è, ad esempio nei Paesi Bassi, in Svizzera e in Austria, il miglioramento nella posizione netta sull'estero del sistema bancario. Un'altra è che l'indebolimento della domanda di credito si è associato in taluni casi - come ad esempio in Germania, Belgio, Paesi Bassi e Austria - ad un più basso tasso di crescita o addirittura ad una flessione nelle passività diverse dai depositi. Questi esempi servono a illustrare come, persino nell'ambito dello stesso sistema bancario, le variazioni nei flussi creditizi e nelle loro contropartite possono aver contribuito alle flessioni della velocità di circolazione della moneta in senso lato. Al tempo stesso, in diversi paesi, tra cui Stati Uniti, Giappone, Regno Unito e Svezia, lo scorso anno la crescita dell'offerta di moneta in senso ampio è rallentata più di quella del credito bancario, per effetto di un minor contributo o di un deterioramento della posizione netta sull'estero e/o di un'espansione relativa più rapida delle passività diverse dai depositi.

Un rilancio dell'attività sul mercato dei capitali?

I dati frammentari disponibili indicano che il credito erogato dalle istituzioni finanziarie non bancarie alle Imprese e alle Famiglie è generalmente rallentato lo scorso anno, anche se la domanda di credito di questo tipo si è accresciuta in certa misura nella seconda parte dell'anno. Negli Stati Uniti, il credito erogato da istituzioni finanziarie private non bancarie - principalmente istituti di risparmio e di assicurazione, società finanziarie e fondi di investimento del mercato monetario - è aumentato nel 1982 solo del 6,6%, rispetto ad un tasso medio di crescita del 10,8% nel precedente triennio. In Canada pare che il settore privato abbia accresciuto le acquisizioni dirette di titoli, specie obbligazioni statali, riducendo invece il collocamento di nuovi fondi presso le istituzioni non bancarie. In Germania, lo scorso anno è notevolmente calata l'espansione dei crediti erogati dagli istituti per il risparmio-casa e dalle cooperative di credito, ed anche in Francia e in Italia si è avuto un rallentamento del credito concesso dalle istituzioni finanziarie

non bancarie al settore privato, compensato, nel caso della Francia, da un'accresciuta acquisizione di obbligazioni e azioni. Il Giappone è un altro paese in cui lo scorso anno i flussi finanziari non bancari (soprattutto per il tramite di conti fiduciari, di istituti di assicurazione e di istituzioni finanziarie pubbliche) sono aumentati più lentamente. Per contro, nel Regno Unito gli istituti per il risparmio-casa, potendo beneficiare di un forte aumento dei depositi, hanno accresciuto l'erogazione di prestiti e di mutui ipotecari per l'acquisto di abitazioni, incrementando sensibilmente le loro disponibilità in titoli di Stato e in altre attività finanziarie. E' invece considerevolmente rallentata la crescita delle attività finanziarie detenute dagli istituti di assicurazione. In linea generale, parrebbe che in un certo numero di paesi le istituzioni finanziarie non bancarie, ed in alcuni casi anche le banche, siano state in grado di accumulare disponibilità in titoli di Stato e di accrescere il loro portafoglio in titoli del settore privato. Va inoltre osservato che, dopo la metà dell'anno, gli investitori non bancari del settore privato hanno cominciato a mostrare maggiore interesse per i mercati dei valori mobiliari. Il seguito del presente paragrafo è dedicato al mercato primario dei titoli, dove lo scorso anno si sono registrati alcuni nuovi orientamenti.

Dopo quasi un decennio di modesta attività di emissione sui mercati nazionali dei titoli a reddito fisso, nel 1982, soprattutto in connessione con l'andamento decrescente dei tassi d'interesse nella seconda metà dell'anno, vi sono stati segni di un rilancio di questo tipo di raccolta di fondi a lungo termine. Anche se gran parte del recente aumento delle emissioni obbligazionarie va ascritta allo Stato e ad enti del settore pubblico, la tabella seguente mostra che in alcuni paesi si sono avuti incrementi significativi anche delle emissioni di obbligazioni di società. In complesso, nel 1982 la raccolta di fondi mediante emissioni azionarie si è scostata di poco da quella dell'anno precedente, anche se forti rialzi delle quotazioni azionarie dopo la metà dell'anno hanno migliorato le condizioni per questo tipo di emissioni.

Al netto dei rimborsi, lo scorso anno l'attività di emissione sui mercati obbligazionari nazionali si è intensificata negli Stati Uniti, in Francia, Germania e Svizzera, mentre è leggermente rallentata in Canada e nel Regno Unito. In Giappone, nel 1982, sono aumentate le emissioni lorde ma su base netta vi è stata una modesta flessione. Marcate riduzioni delle emissioni azionarie si sono avute in Canada, nel Regno Unito e in Svizzera.

La debolezza della struttura finanziaria delle società, la dipendenza di questo settore dal credito bancario come fonte di finanziamento esterno, e la preoccupazione di limitare la "monetizzazione" dei disavanzi del settore pubblico, hanno fatto sì che un rilancio dell'attività sul mercato dei capitali assumesse notevole rilevanza nelle considerazioni di politica monetaria. A partire dai primi anni settanta, la presenza di livelli di inflazione e di tassi d'interesse nominali storicamente elevati ha favorito una sorta di "circolo vizioso". Date le incertezze connesse alla raccolta di fondi a lungo termine, in alcuni paesi le società sono state costrette a dipendere pesantemente dal credito a breve delle banche, favorendo in tal modo una maggiore espansione monetaria. Inoltre, l'ampiezza e la relativa inelasticità della domanda di fondi da parte del settore pubblico hanno contribuito ad innalzare i tassi d'interesse e a determinare di fatto uno "spiazzamento" delle emissioni di obbligazioni societarie, più elastiche alle condizioni del mercato.

Mercati nazionali dei capitali: nuove emissioni di azioni e obbligazioni¹

Paesi/Anni	Azioni	Obbligazioni ²	Emissioni complessive		Obbligazioni emesse da:				
					settore pubblico	imprese private non finanziarie ³	istituzioni finanziarie	resto del mondo	
					in moneta nazionale ⁴		in percentuale del PNL	in percentuale delle emissioni complessive di obbligazioni	
Stati Uniti	1975-77 ⁵	11,2	136,5	147,7	8,5	72,2	17,3	5,6	4,9
	1980 . . .	20,5	195,1	215,6	8,2	79,0	17,0	3,6	0,4
	1981 . . .	25,3	183,1	208,4	7,1	84,4	13,1	- 0,4	3,0
	1982 . . .	30,6	291,9	322,5	10,5	89,3	7,7	0,8	2,2
Canada	1975-77 ⁵	1,9	8,1	10,0	5,3	71,8	21,3	5,9	0,9
	1980 . . .	5,4	16,0	21,4	7,3	89,3	7,2	2,1	1,3
	1981 . . .	5,8	11,6	17,4	5,2	83,0	10,5	6,2	0,4
	1982 . . .	3,8	10,6	14,4	4,1	91,6	9,3	- 3,2	2,3
Giappone	1975-77 ⁵	1,1	13,6	14,7	8,9	76,2	6,3	17,4	-
	1980 . . .	1,4	19,3	20,7	8,8	88,5	2,9	8,6	-
	1981 . . .	2,1	20,8	22,9	9,1	85,0	5,1	9,8	-
	1982 . . .	2,0	19,5	21,5	8,1	81,3	3,3	15,4	-
Regno Unito	1975-77 ⁵	1,0	7,4	8,4	6,8	100,2	-	0,4	- 0,7
	1980 . . .	1,0	11,1	12,1	5,3	100,1	0,4	- 0,6	0,1
	1981 . . .	1,8	7,6	9,4	3,8	96,2	1,1	- 1,2	3,9
	1982 . . .	1,0	6,5	7,5	2,7	88,2	- 1,2	4,3	8,7
Francia	1977 . . .	11,1	39,1	50,2	2,6	26,8	20,8	51,7	0,8
	1980 . . .	21,1	92,0	113,1	4,1	33,7	12,1	53,2	1,1
	1981 . . .	23,3	82,5	105,8	3,4	27,6	7,8	64,2	0,4
	1982 . . .	24,2	118,9	143,1	4,0	31,7	18,3	49,0	1,0
Germania	1975-77 ⁵	5,5	51,0	56,5	5,1	33,4	- 0,7	62,6	4,8
	1980 . . .	6,9	52,6	59,5	4,0	9,4	- 2,4	79,1	13,9
	1981 . . .	5,5	73,0	78,5	5,1	- 3,6	- 1,3	96,5	8,4
	1982 . . .	5,9	83,7	89,7	5,6	34,1	- 0,8	53,5	13,1
Svizzera	1975-77 ⁵	1,0	7,1	8,1	5,5	30,9	27,1	13,6	28,4
	1980 . . .	2,1	10,1	12,2	6,9	5,1	8,4	41,5	45,0
	1981 . . .	1,9	12,3	14,2	7,3	6,9	8,1	30,7	54,3
	1982 . . .	0,3	15,8	16,1	8,1	4,5	9,3	27,3	58,9

¹ Sulla base di fonti nazionali che differiscono concettualmente da paese a paese. ² Emissioni nette, escludendo i collocamenti privati nel caso della Francia. ³ Inclusive le imprese pubbliche non finanziarie in Francia e in Svizzera. ⁴ In miliardi di unità monetarie nazionali, tranne che per il Giappone (in migliaia di miliardi). ⁵ Media annua.

Tuttavia, questo effetto è stato attenuato in alcuni casi dall'indebitamento all'estero del settore pubblico.

Nella seconda metà del 1982, per l'effetto combinato di una minore inflazione e di un ribasso dei tassi d'interesse si sono create condizioni più favorevoli alle emissioni. Nonostante l'elevata viscosità dei tassi a lungo termine, è gradualmente scomparso lo scarto inverso di rendimento, che negli anni 1980-81 era stato ovunque molto pronunciato, e ne è seguita un'accentuazione della curva positiva dei rendimenti. Tuttavia, i tassi d'interesse sono ancora ritenuti alti, soprattutto in termini reali, ed è necessaria una loro ulteriore flessione. Se ciò non avviene immediatamente - ma è previsto che avvenga con il passare del tempo - le imprese potrebbero essere scoraggiate dal far ricorso su più vasta scala al finanziamento a lungo termine a tasso fisso. Anche le incertezze sul successo nel lungo periodo nella lotta all'inflazione, particolarmente in considerazione delle prospettive del fabbisogno finanziario pubblico, concorrono a mantenere elevato il costo del

finanziamento a lungo termine. Un ulteriore problema per molti mutuatari potenziali è rappresentato dal fatto che le loro situazioni di bilancio sono così deboli da non consentire un rapido accesso al finanziamento a lungo termine, mentre in ogni caso, per molti mutuatari minori il mercato obbligazionario è di fatto inaccessibile.

La tabella evidenzia anche in che misura le emissioni del settore pubblico hanno dominato il mercato obbligazionario negli Stati Uniti, in Canada, Giappone e Regno Unito. Nel 1982 questa situazione non è molto migliorata, tranne che nel Regno Unito, dove peraltro la riduzione nella quota delle emissioni del settore pubblico è stata controbilanciata da un aumento di quella delle emissioni di istituzioni finanziarie e di mutuatari esteri, mentre le emissioni nette delle imprese private non bancarie sono state negative. Nei casi in cui l'amministrazione pubblica ha cercato di raccogliere un più ampio volume di fondi al di fuori del sistema bancario, ciò è avvenuto mediante il ricorso ai mercati a breve o all'indebitamento all'estero, permettendo così alle società di attingere ai mercati a lungo termine.

Il ricorso al credito da parte del settore delle imprese può essere stato altresì facilitato da certe innovazioni tra le quali talune emissioni di obbligazioni scontate. Fondamentalmente, un duraturo rilancio dell'attività sul mercato dei capitali deve però basarsi soprattutto sul ritorno a tassi d'inflazione bassi e stabili, con un corrispondente adeguamento dei tassi d'interesse nominali e reali, piuttosto che sulle modifiche della tecnica finanziaria.

Fragilità finanziaria e ristrutturazione dei bilanci

Dalla fine degli anni sessanta, la solidità di fondo delle posizioni finanziarie delle imprese ha subito un grave deterioramento. La crescente concorrenza internazionale, il calo della produttività e i più elevati costi salariali hanno concorso nell'esercitare forti e crescenti pressioni sulla redditività delle imprese. Tali sviluppi, insieme alle incertezze connesse all'instabilità dei tassi d'inflazione e dei cambi, hanno contribuito a ridurre nettamente gli utili di gestione e i tassi tendenziali di crescita degli investimenti fissi nella maggior parte dei paesi. Senza dubbio, le due crisi petrolifere hanno notevolmente accentuato queste tendenze e, di conseguenza, la successiva adozione di una politica concertata di disinflazione ha posto gravi problemi di aggiustamento che per la loro natura non hanno riscontro nel passato.

In presenza di oneri di indebitamento delle società sovente ai massimi livelli del dopoguerra, di un accorciamento nella struttura temporale delle passività, di una crescente dipendenza da tassi d'interesse variabili, nonché di un livello insolitamente alto dei tassi d'interesse, l'indebolimento della domanda finale, connesso con il protrarsi della disinflazione, ha comportato per le imprese una notevole riduzione dell'autofinanziamento e seri problemi di liquidità, se non addirittura di solvibilità. Nella prima fase di aggiustamento, prevalentemente dalla fine del 1979 al 1981, le imprese hanno cercato di differire un riequilibrio più fondamentale attingendo alle attività liquide e aumentando il loro indebitamento a breve che, per un certo numero di società particolarmente alle strette, ha spesso assunto un carattere di emergenza. Ma con il passare del tempo — e come si è già potuto rilevare in precedenza dalla marcata riduzione dei disavanzi finanziari delle società — il maggior peso dell'aggiustamento è ricaduto sulla spesa in investimenti, sul livello dei costi

e sulla manodopera impiegata. Lo scorso anno, piú che in passato, ciò ha comportato un minore ricorso al finanziamento esterno, con un conseguente alleggerimento dell'onere connesso al servizio del debito.

Per effetto di questo processo di aggiustamento, paradossalmente gli indici finanziari del settore delle imprese hanno continuato a presentare un quadro in certa misura migliore di quanto si potesse prevedere, anche se prevalentemente a prezzo di una redditività decrescente e di drastiche riduzioni delle scorte, degli investimenti fissi e dell'occupazione. A questo riguardo, la precaria situazione del settore delle imprese è forse rispecchiata piú fedelmente dagli indicatori economici reali che da quelli puramente finanziari. Sono stati anche di ausilio gli stabilizzatori automatici, sotto forma di deduzioni di interessi ai fini tributari e di minori esborsi fiscali sui profitti. La tabella seguente offre un quadro delle tendenze di lungo periodo e degli andamenti recenti degli indici finanziari per alcuni paesi. Un indicatore sommario è rappresentato dal rapporto tra autofinanziamento (utili non distribuiti al netto delle imposte piú ammortamenti) e indebitamento complessivo. Lo scorso anno, negli Stati Uniti, questo rapporto è diminuito solo leggermente e si è mantenuto al disopra del livello del 1973, nonostante un calo del 25% rispetto al 1981 dei profitti al lordo delle imposte. Anche in altri paesi si hanno solo limitate indicazioni di un grave deterioramento, sebbene per ragioni che, per quanto riguarda la solidità finanziaria di fondo del settore, possono essere fuorvianti.

Le stesse osservazioni valgono in gran parte per la quota di finanziamento interno — cioè per il rapporto tra l'autofinanziamento (come definito in precedenza) e la spesa per investimenti — del settore delle società (e, nel caso di alcuni paesi, del settore delle imprese). Ad eccezione della Francia, nel 1982 questo quoziente non si è discostato molto dalle medie di lungo periodo; ciò indica che le società tendono in certa misura ad adeguare la loro spesa in investimenti alla disponibilità di mezzi di finanziamento interno.

Nel lungo periodo, il rapporto tra attività liquide e debiti a breve è calato negli Stati Uniti e ancor piú nel Regno Unito. La quota dei debiti a lungo termine sull'indebitamento complessivo ha mostrato la tendenza a diminuire negli Stati Uniti ed a rimanere di poco al disopra della metà in Germania. In entrambi questi paesi, il rapporto tra mezzi propri e indebitamento è considerevolmente calato nel corso degli anni.

E' evidente che il processo di prolungata disinflazione ha comportato sforzi intensi di ridimensionamento e di compressione dei costi, che in diversi casi non sono bastati ad evitare il fallimento. Nel 1982, negli Stati Uniti e in Germania il numero di dissesti aziendali è stato quasi doppio rispetto alla media del biennio 1974-75 caratterizzato da una grave recessione; nel Regno Unito e in Canada esso è stato rispettivamente di circa tre e quattro volte superiore. L'abbassamento dei tassi d'interesse dall'estate scorsa ha agito in senso favorevole, in parte riducendo l'onere per il servizio del debito, in parte incoraggiando i nuovi investimenti. Tuttavia, è poco probabile che gli investimenti reagiscano in maniera significativa finché i tassi d'interesse reali non saranno calati in misura apprezzabile e la domanda non segnerà una vigorosa ripresa. Pertanto, il rilancio degli investimenti potrebbe dipendere in larga parte dalla dinamica dei consumi e, in taluni casi, delle esportazioni. Per quanto concerne la struttura dell'indebitamento delle società, è

Società non finanziarie: quote di finanziamento interno e quozienti di bilancio¹

Quozienti finanziari		Media		1979	1980	1981	1982 ³
		1960-69 ²	1970-79				
in percentuale							
Stati Uniti	Risultato di gestione/reddito netto dei fattori . . .	29	25	26	25	25	24
	Variazione negli investimenti fissi lordi reali ⁴ . . .	6,7	3,6	3,8	- 6,9	1,7	- 5,3
	Quota di finanziamento interno	93	85	86	90	89	96
	Autofinanziamento/indebitamento complessivo . . .	15	15	15	15	16	15
	Attività liquide/indebitamento a breve	25	20	18	18	18	18
	Indebitamento a lungo termine/indebitamento complessivo	44	40	37	37	36	37
	Capitale proprio ⁵ /indebitamento complessivo . . .	193	118	96	116	101	96
Giappone	Risultato di gestione/reddito netto dei fattori . . .	47	36	33	32	31	.
	Variazione negli investimenti fissi lordi reali ⁴ . . .	16,8	5,6	6,3	0,2	2,1	1,1
	Autofinanziamento/indebitamento complessivo . . .	.	19 ⁶	19	24	21	.
	Attività liquide/indebitamento	46	47	48	47	48	47
	Indebitamento a lungo termine/indebitamento complessivo	14,5	8,9	8,6	8,3	8,3	.
		Capitale proprio ⁵ /indebitamento complessivo . . .	35	23	21	20	19
Germania	Risultato di gestione/reddito netto dei fattori . . .	36	29	29	27	26	27
	Variazione negli investimenti fissi lordi reali ⁴ . . .	4,5	2,3	7,2	3,2	- 3,8	- 5,6
	Quota di finanziamento interno	77	80	83	72	75	85
	Autofinanziamento/indebitamento complessivo . . .	17	15	18	17	13	13
	Attività liquide/indebitamento a breve	93	113	122	113	118	120
	Indebitamento a lungo termine/indebitamento complessivo	63	59	57	56	54	54
	Capitale proprio ⁵ /indebitamento complessivo . . .	35	23	21	20	19	19
Francia	Risultato di gestione/reddito netto dei fattori . . .	39	31	29	27	26	.
	Variazione negli investimenti fissi lordi reali ⁴ . . .	8,1	3,0	3,2	2,4	- 2,2	- 1,1
	Quota di finanziamento interno . . . . .	.	61	65	54	54	48
	Attività liquide/attività finanziarie complessive . . .	.	25	28	27	27	27
Regno Unito	Risultato di gestione/reddito netto dei fattori . . .	25	22	22	20	19	.
	Variazione negli investimenti fissi lordi reali ⁴ . . .	5,7	1,0	0,9	- 2,9	- 8,9	2,7
	Quota di finanziamento interno	98	99	84	91	118	105
	Autofinanziamento/indebitamento complessivo . . .	14	16	17	14	14	12
	Attività liquide/indebitamento bancario	92	63	60	59	62	61
Belgio	Risultato di gestione/reddito netto dei fattori . . .	39	30	28	27	26	.
	Variazione negli investimenti fissi lordi reali ⁴ . . .	6,7	2,4	- 2,6	5,3	-16,2	- 4,9
	Quota di finanziamento interno . . . . .	.	78	83	77	75	89

¹ Stime BRJ basate su fonti nazionali. I dati di consistenza si riferiscono agli importi in essere a fine periodo. Fatta eccezione per i risultati di gestione (nella definizione di contabilità nazionale) e le variazioni negli investimenti fissi lordi, i dati comprendono: le società non finanziarie per gli Stati Uniti, la Francia e il Belgio; il settore delle imprese societarie per il Giappone; le società industriali e commerciali per il Regno Unito; il settore delle imprese (escluso il comparto dell'edilizia) per la Germania. La quota di finanziamento interno è data di regola dal rapporto fra il risparmio lordo più i trasferimenti netti ricevuti in conto capitale e gli investimenti lordi (per il Regno Unito e gli Stati Uniti sia il risparmio sia gli investimenti sono calcolati al netto delle plusvalenze delle scorte). Le attività liquide sono rappresentate principalmente dai depositi bancari; in alcuni casi esse comprendono altresì i titoli di Stato e certi altri valori mobiliari. ² Per il Regno Unito, 1963-69, esclusi il risultato di gestione e la variazione negli investimenti fissi lordi. ³ Dati provvisori. ⁴ Variazione media annua in percentuale. Per gli Stati Uniti, solo il settore privato. ⁵ Ai valori di mercato. ⁶ 1974-79.

importante che nella maggior parte dei paesi le curve dei rendimenti abbiano nuovamente assunto un andamento più normale. Se l'inflazione dei prezzi rimarrà contenuta, o diminuirà ulteriormente, gli investitori finanziari potrebbero dimostrarsi più disposti a collocare fondi sui mercati a lungo termine, facilitando così un ritorno da parte delle società all'indebitamento a più lunga scadenza. Rafforzando le posizioni di bilancio delle società, tale evoluzione potrebbe offrire un importante contributo alla ripresa degli investimenti.

Può essere forse istruttivo considerare alcune analogie e differenze tra il problema della fragilità finanziaria delle società nei singoli paesi industriali e la fragilità internazionale connessa all'espansione dell'indebitamento con l'estero dei

paesi. In entrambi i casi, si può ritenere che il problema di fondo derivi, da un lato, dalla minore capacità di far fronte al servizio del debito (maggiori oneri per interessi, ridotti proventi e quindi minori flussi di risorse interne) e dall'altro, dalla dimensione e dalla struttura distorta dell'indebitamento in ragione dell'eccessiva componente a breve. Per quanto concerne l'aggiustamento, le società paiono essere avvantaggiate rispetto ai paesi per almeno quattro aspetti. In primo luogo, gli sforzi compiuti dalle società per ridurre i disavanzi finanziari e rafforzare le strutture finanziarie, beneficiano di un efficace sostegno automatico da parte dei crescenti disavanzi congiunturali del settore pubblico. Sebbene questi ultimi forniscano anche un sostegno all'economia mondiale, essi esercitano un analogo influsso positivo solo se si accompagnano nei paesi economicamente più forti ad effettivi disavanzi delle partite correnti. Una seconda differenza sta nel fatto che i fattori politico-sociali che ostacolano il necessario aggiustamento sono molto meno vincolanti per le società che per i paesi. Una terza differenza è che molte società, soprattutto quelle minori, non hanno di norma che una modestissima percentuale di passività espresse in valuta estera, mentre per i paesi indebitati questa è una caratteristica alquanto tipica. Di conseguenza, per il paese debitore un ulteriore elemento di incertezza deriva dal modo arbitrario in cui i movimenti dei tassi di cambio influiscono sugli oneri del servizio del debito. Una quarta differenza è rappresentata forse dal fatto che nel caso di una perdita di affidabilità di credito, le società sono spesso in una posizione più favorevole dei paesi nel mobilitare l'assistenza necessaria alla ristrutturazione dei loro bilanci, sebbene questa capacità dipenda in misura determinante anche dalle dimensioni del paese o della società in questione.

Le innovazioni finanziarie

La restante parte del presente capitolo intende inquadrare in una prospettiva di lungo periodo una serie di cambiamenti intervenuti negli ultimi anni nei sistemi bancari e nei mercati finanziari di diversi paesi. Finora, tali cambiamenti sono stati molto più marcati in alcuni paesi, come gli Stati Uniti, il Canada e il Regno Unito, che in altri, come ad esempio la Germania e la Svizzera. Queste modifiche o innovazioni sono parte di un processo continuativo e potrebbero esercitare effetti permanenti e sostanziali sul comportamento finanziario degli operatori economici e sulla struttura dei flussi finanziari dei settori. Esse hanno già influito significativamente sulle forme di provvista dei fondi delle istituzioni finanziarie e, più in generale, sul processo di intermediazione finanziaria. Negli ultimi anni si è notevolmente ampliata la gamma delle tecniche e degli strumenti finanziari a disposizione delle Imprese e delle Famiglie per l'impiego di fondi, per l'effettuazione di pagamenti e per il ricorso al credito. *Coeteris paribus*, questi sviluppi implicano in prospettiva una maggiore capacità del sistema finanziario di prestare e raccogliere fondi, nonché variazioni nel volume e nella composizione dei vari flussi monetari e creditizi.

Le innovazioni finanziarie rientrano generalmente in due ampie categorie: la prima comprende gli strumenti finanziari nuovi o modificati che possono facilmente sostituirsi alle attività comprese negli aggregati monetari; una seconda categoria include nuovi strumenti o modifiche istituzionali che non possono surrogare le attività comprese negli aggregati monetari, senza incorrere in sensibili costi. Il primo gruppo di innovazioni rende più difficile la definizione e la misurazione dei vari

aggregati monetari. Il secondo modifica i termini e le condizioni delle operazioni di credito e generalmente influisce sull'attrattiva delle varie attività finanziarie non monetarie. E' possibile che quest'ultimo tipo di innovazioni non eserciti alcun effetto *diretto* sulla definizione e misurazione di un dato aggregato monetario, in quanto le attività, sul cui grado di attrattiva esse agiscono, non rientrano generalmente negli aggregati. Nondimeno, nella misura in cui tali innovazioni influiscono sul grado di liquidità di determinate attività finanziarie relativamente ad altre, e consentono agli operatori economici di effettuare un maggiore volume di transazioni, esse pongono problemi in relazione alla stabilità e significatività degli aggregati monetari esistenti.

Entrambe le categorie di innovazioni influenzano il funzionamento del sistema finanziario e possono produrre spostamenti nelle relazioni tra gli aggregati monetari, o altre variabili finanziarie, e l'attività economica. Di conseguenza, in presenza di un elevato grado di innovazione finanziaria, può essere difficile interpretare i movimenti degli aggregati monetari e, più in generale, valutare gli effetti della politica monetaria sul resto dell'economia.

La seguente trattazione, pur non avendo la pretesa di essere esauriente, illustra alcune significative innovazioni recenti di entrambi i tipi. Partendo dall'analisi contenuta nella parte iniziale del capitolo, essa si sofferma dapprima sull'evoluzione della velocità di circolazione della moneta, spostando però l'accento sul suo comportamento nel lungo periodo, dalla fine degli anni sessanta. In particolare, vengono esaminati i movimenti nella velocità di circolazione di M_1 in relazione alle variazioni dei tassi d'interesse a breve nei paesi industriali maggiori. Verranno poi considerati i principali mutamenti nel sistema finanziario che paiono aver influenzato l'andamento di fondo della velocità nel periodo recente, prendendo in esame alcune significative innovazioni introdotte in taluni fra questi paesi. Da ultimo, vengono brevemente trattate le implicazioni delle innovazioni finanziarie per la politica monetaria.

La tabella seguente mostra i movimenti, espressi in termini di variazioni medie annue percentuali della velocità di M_1 e dei livelli dei tassi d'interesse a breve in tre periodi di cinque anni - 1968-73, 1973-78, 1976-81 - e separatamente nel 1978-81 e nel 1982. La tabella fornisce altresì alcune stime approssimate del *trend* della velocità per i tre periodi di cinque anni. In base alla teoria tradizionale, le variazioni nella velocità di M_1 sono direttamente correlate all'entità dei movimenti nei tassi d'interesse. Questa correlazione, che in realtà non è mai stata molto stretta, nella maggior parte dei paesi pare essere divenuta alquanto instabile negli ultimi anni. Anche se l'ascesa dei tassi d'interesse pare aver svolto un ruolo più o meno significativo nella più forte crescita della velocità durante il periodo 1978-81 in Germania, Italia, Giappone, Regno Unito e Canada, nella maggior parte dei casi l'entità delle variazioni non appare in linea con l'esperienza precedente. Inoltre, negli Stati Uniti e in Francia la crescita media della velocità nel 1978-81 è stata minore rispetto al periodo precedente, nonostante i più elevati incrementi dei tassi d'interesse. Nel 1982 le ampie flessioni dei tassi d'interesse si sono accompagnate a rilevanti riduzioni della velocità di M_1 negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Germania, ma ancora una volta la loro ampiezza relativa non è stata in linea con l'esperienza precedente. Al tempo stesso in Canada, pur in presenza di una flessione di un terzo nei tassi d'interesse a breve, la velocità di M_1 non ha mostrato nessuna significativa variazione.

Velocità di circolazione di M_1 rispetto al reddito e tassi d'interesse a breve¹

Paesi		Variazioni medie annue in percentuale					Stime del <i>trend</i> della velocità ²		
		1968-73	1973-78	1976-81	1978-81	1982 ³	1968-73	1973-78	1976-81
		quarto trimestre su quarto trimestre							
Canada	Velocità	1,73	2,63	5,17	8,85	- 0,65	1,16	2,06	3,62
	Tassi d'interesse .	10,20	11,30	14,90	16,30	-33,10	(1,54)	(1,92)	(3,48)
Francia	Velocità	1,56 ⁴	1,95	1,74	1,70	- 1,20	- 0,12 ⁴	2,02	2,15
	Tassi d'interesse .	10,00	- 4,20	14,20	37,20	-14,80	(0,25)	(3,16)	(3,91)
Germania	Velocità	2,62	- 3,69	0,41	3,51	- 3,20	0,51	- 0,79	- 1,56
	Tassi d'interesse .	30,90	-18,10	27,40	59,10	-36,10	(0,60)	(1,28)	(2,07)
Giappone	Velocità	- 4,76	0,68	2,07	2,60	- 1,10	- 3,88	1,65	1,92
	Tassi d'interesse .	2,20	- 8,90	3,60	21,20	- 3,00	(3,19)	(2,37)	(1,79)
Italia	Velocità	- 5,96	1,90	1,59	5,47	- 1,80	- 6,12	- 0,96	- 2,06
	Tassi d'interesse .	3,20	14,80	9,70	17,20	- 4,90	(7,13)	(1,01)	(2,00)
Regno Unito	Velocità	2,84	1,87	0,01	3,41	- 2,30	1,89	2,82	1,02
	Tassi d'interesse .	19,20	11,00	13,90	11,50	-35,40	(2,04)	(1,91)	(0,71)
Stati Uniti	Velocità	2,78	3,93	3,64	2,83	- 3,60	2,08	3,84	3,33
	Tassi d'interesse .	10,80	5,70	22,1	13,1	-32,70	(9,39)	(12,69)	(7,88)

¹ Per Canada, Stati Uniti e Regno Unito, tasso dei buoni del Tesoro a tre mesi; per il Giappone, tasso dei buoni del Tesoro a due mesi; per la Germania, tasso interbancario a tre mesi; per la Francia, tasso del mercato monetario a un mese; per l'Italia, tasso dei titoli del settore pubblico. ² Le stime del *trend* della velocità sono calcolate sulla base di una regressione lineare delle variazioni percentuali annualizzate della velocità rispetto alle variazioni percentuali annualizzate dei tassi d'interesse, e in termini di intercetta, i cui valori sono riportati con i rispettivi "test t" tra parentesi. ³ Stime. ⁴ Quarto trimestre 1969 sul quarto trimestre 1973.

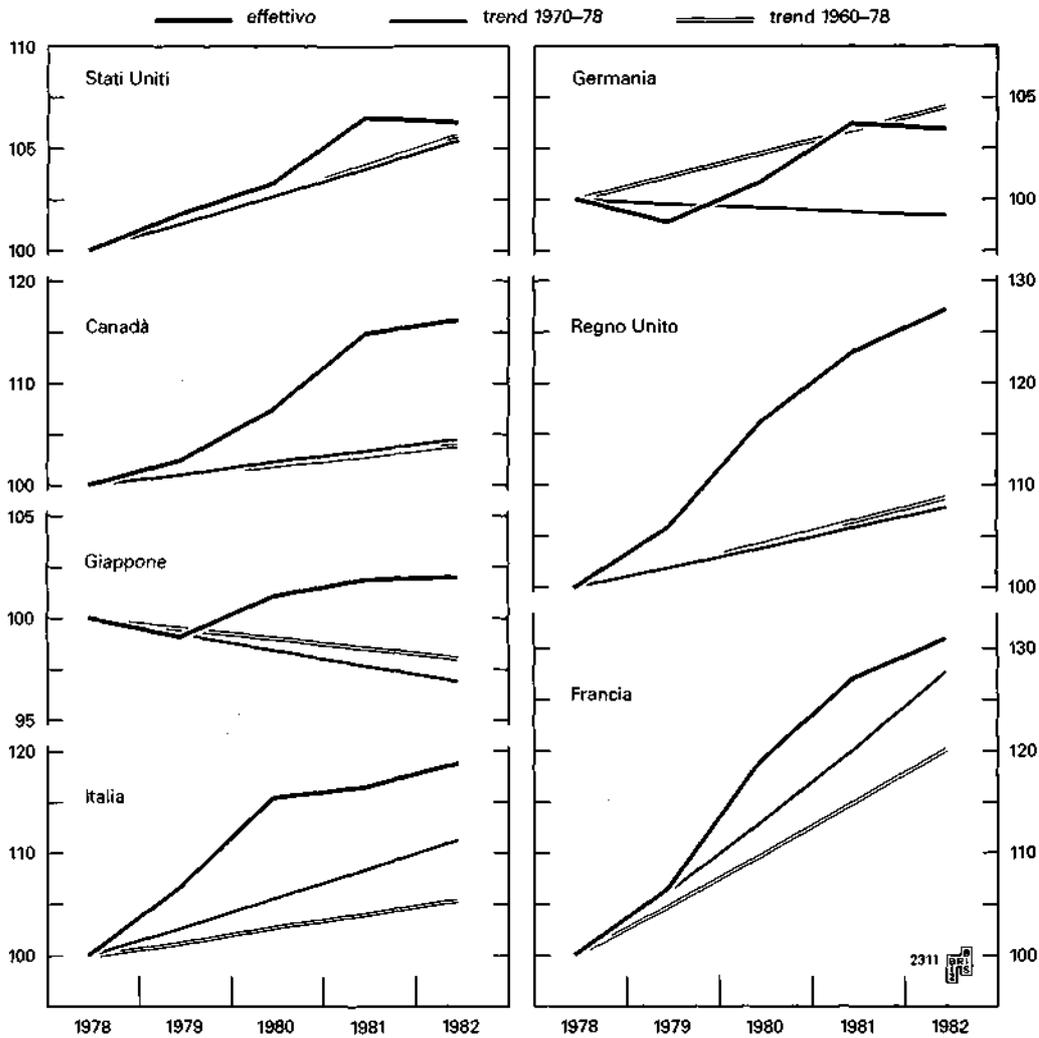
Le stime del *trend* della velocità – alcune delle quali non risultano attendibili sulla base dei criteri statistici convenzionali – evidenziano una notevole instabilità tra i diversi periodi, sottolineando la variabilità dell'andamento della velocità che risulta dagli altri dati contenuti nella tabella. Tuttavia, ad eccezione della Germania, essi mostrano una tendenza ascendente nel periodo che va dagli inizi alla metà degli anni settanta. Nel complesso, dunque, i dati non lasciano dubbi sul fatto che siano intervenuti, o siano in atto cambiamenti nella relazione tra M_1 , tassi d'interesse e attività economica.

Una spiegazione dell'accelerazione nel *trend* della velocità e dell'instabilità di quest'ultima risiede nel processo di innovazione finanziaria. Un aspetto essenziale di questo processo è che esso consente di mantenere ad un livello più basso le disponibilità di cassa e i saldi transattivi (o altre attività monetarie a basso rendimento) attraverso l'applicazione di nuove tecniche di gestione della liquidità e la creazione di nuovi strumenti finanziari. Sotto questo profilo, l'instabilità nell'andamento della velocità riflette gli spostamenti nelle relazioni tra gli aggregati monetari creditizi, i tassi d'interesse e il settore reale, indotti da innovazioni che sono in genere imprevedibili e agiscono irregolarmente nel tempo.

Sembrerebbe che in questi ultimi anni le innovazioni finanziarie abbiano contribuito a ridurre la propensione a detenere circolante rispetto ad altre attività. Il grafico seguente mostra che praticamente in tutti i maggiori paesi industriali il rapporto tra la spesa privata per consumi e la moneta in circolazione è aumentato più rapidamente tra il 1978 e il 1981 di quanto avrebbe comportato la tendenza calcolata sui periodi 1960-78 o 1970-78, anche se in alcuni casi la più rapida crescita è stata parzialmente neutralizzata nel 1982, probabilmente per il prevalere di motivi

precauzionali connessi alla recessione. L'accelerazione nella crescita dei consumi in rapporto al circolante fa ritenere che durante questo periodo si sia accelerato il processo di spostamento verso transazioni non liquide da parte dei privati e delle famiglie. Tuttavia, non è chiaro in che misura questa diminuita domanda di circolante rappresenti una reazione *normale* ai tassi d'interesse (o d'inflazione) alti e instabili degli ultimi anni. Ma naturalmente i tassi d'interesse alti e variabili costituiscono di per sé un importante incentivo al processo di innovazione.

Rapporto tra spesa privata per consumi e circolante



La gestione delle passività

In molti paesi i cambiamenti intervenuti nel sistema bancario e nei mercati finanziari paiono aver avuto importanti ripercussioni sulla domanda e sull'offerta di saldi transattivi di cassa e non. A questo proposito un importante fattore è costituito dalla cosiddetta "gestione delle passività", con la quale le istituzioni finanziarie hanno fatto crescente ricorso a strumenti recanti tassi d'interesse collegati a quelli

del mercato per finanziare la loro attività. Questo processo ha avuto uno sviluppo rapido verso la metà degli anni settanta, in parte sulla base di una prassi affermatasi in precedenza sugli euromercati. In seguito, per l'influsso dei tassi d'interesse alti e instabili e, in certi paesi, della loro interazione con taluni vincoli amministrativi, nonché grazie all'impiego dei calcolatori elettronici e all'evoluzione della tecnologia dell'informazione, la gestione delle passività ha avuto un'ulteriore, notevole diffusione. Essa è oggi ampiamente praticata dalle banche e dalle istituzioni finanziarie non bancarie di cui ha accresciuto la capacità di concedere credito ai potenziali mutuatari. Essa si avvale dell'emissione di strumenti nuovi o modificati (si veda la successiva rassegna per paesi) e/o del ricorso ai diversi mercati per i fondi sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse (ad esempio, certificati di deposito, cessioni temporanee di titoli, eurodollari e titoli a breve di società non finanziarie). La gestione delle passività ha avuto come contropartita un'accresciuta domanda di questi strumenti da parte delle Famiglie e delle Imprese, divenute più selettive e più sensibili alla potenziale perdita di guadagno connessa alla detenzione di attività finanziarie infruttifere o meno remunerative.

Dal punto di vista del sistema bancario, un'importante conseguenza della gestione della passività è la ridotta importanza dei saldi transattivi a più bassa remunerazione e la maggiore incidenza degli impegni diversi dai depositi dal lato del passivo dei bilanci. La tabella seguente evidenzia la quota dei depositi a vista sul totale delle passività delle banche commerciali dal 1976. In tutti i paesi considerati questo rapporto è diminuito negli ultimi tre o quattro anni. Le flessioni più marcate si sono registrate in Canada, Regno Unito e Stati Uniti, cioè nei tre paesi in cui il ritmo delle innovazioni finanziarie è stato più rapido che altrove. Ovviamente, il totale delle passività può aumentare più rapidamente dei depositi a vista in seguito ad incrementi sia dei fondi non aventi forma di deposito sia di vari tipi di depositi vincolati e a risparmio. Comunque, la tabella indica che negli ultimi anni la capacità

Quote dei depositi a vista sul totale delle passività di banche commerciali¹

Paese	1976	1978	1981	1982
	quote percentuali			
Canada	10,6	8,9	5,7	4,8
Francia	17,4 ²	16,5	14,6	13,4 ³
Germania	8,2	8,4	7,1	7,2
Giappone	6,2	6,5	5,1	4,7
Italia	26,2	28,1	24,2	24,5 ³
Regno Unito ⁴	7,6 (30,8)	8,2 (34,0)	5,2 (24,1)	5,0 (23,3)
Stati Uniti ⁵	32,7 (18,8)	30,6 (22,5)	21,0 (23,8)	17,3 (22,3)

¹ Sulla base dei dati di fine-anno; i valori indicati per ciascun periodo non sono raffrontabili tra i singoli paesi a causa di differenze concettuali ed istituzionali. I depositi a vista sono definiti come: depositi a vista in moneta nazionale presso le "chartered banks", in Canada; depositi a vista o in conto corrente in moneta nazionale presso le banche, in Francia, Italia e Giappone; depositi a vista di soggetti non bancari presso le banche, in Germania; depositi a vista del settore privato presso le banche dichiaranti mensilmente, nel Regno Unito; depositi a vista presso istituti bancari commerciali, negli Stati Uniti. ² Basate sui dati per il 1977. ³ Basate sui dati per il settembre 1982. ⁴ Le cifre in parentesi rappresentano le quote dei depositi a vista complessivi in sterline presso le "clearing banks" a Londra, sul totale delle loro passività. ⁵ Le cifre tra parentesi rappresentano le quote dei fondi non aventi forma di deposito più i depositi vincolati di elevato importo sul totale delle passività.

di credito del sistema bancario è aumentata alquanto più rapidamente della crescita dei depositi a vista.

Non sorprende che, come mostra la tabella successiva, la decrescente importanza del circolante e dei saldi transattivi nelle operazioni di pagamento abbia comportato in tutti i principali paesi una flessione del rapporto fra M_1 e M_2 . Il calo è stato particolarmente forte in Canada, dove il rapporto è sceso quasi del 40% tra il 1976 e il 1982. Per contro, negli Stati Uniti nello stesso arco di tempo il rapporto è sceso solo del 10% circa, nonostante il rapido processo di innovazione. Ciò deriva in larga parte dal fatto che in questo paese le innovazioni finanziarie hanno altresì ridotto l'importanza di M_2 in seguito alla disponibilità di diversi nuovi strumenti finanziari, che si sostituiscono alle attività comprese in questo aggregato.

Rapporto fra M_1 e M_2 ¹

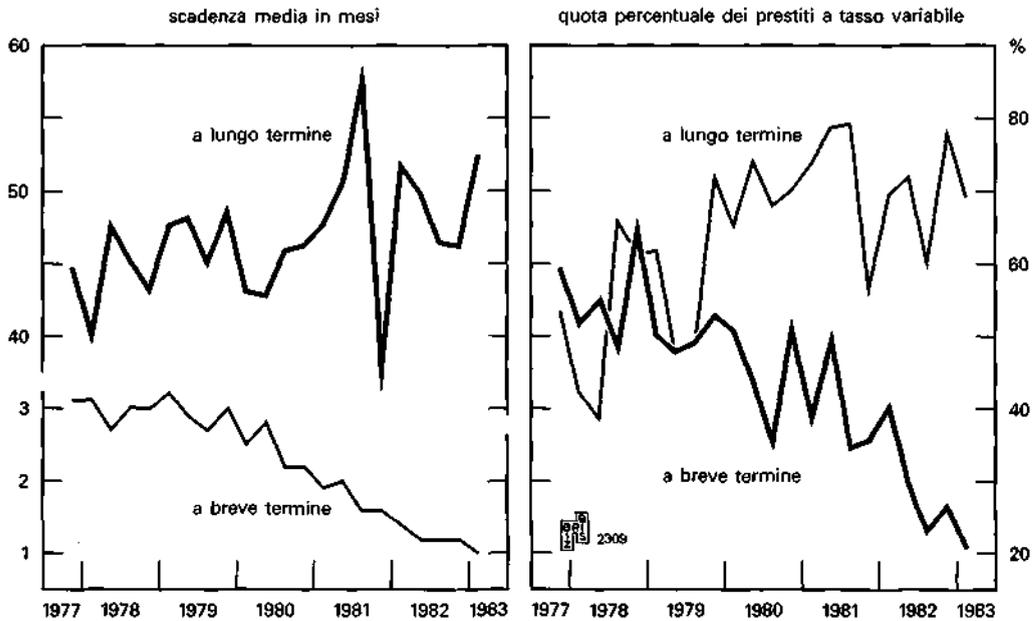
Paese	1976	1978	1981	1982
	quote percentuali			
Canada	23,5	22,1	15,1	14,6
Francia	51,9	49,8	49,2	49,0
Germania ²	35,0	35,6	32,3	32,0
Giappone	38,5	36,9	32,0	31,3
Italia	50,9	50,3	45,5	45,5
Regno Unito ³	47,1	52,6	41,7	42,5 ⁴
Stati Uniti	26,7	25,9	24,2	23,9

¹ Dati basati sui valori medi del quarto trimestre; dati destagionalizzati, tranne che per l'Italia. ² Quota di M_1 su M_2 .
³ Quota di M_1 su M_2 in sterline. ⁴ Nuova definizione di M_1 ; il rapporto assumerebbe il valore di 40,1 se stimato sulla base della precedente definizione.

Accorciamento delle scadenze e crediti a tasso variabile

Gli intermediari finanziari hanno cercato di proteggersi dai maggiori rischi derivanti dai tassi d'interesse alti e imprevedibili innovando anche dal lato dell'attivo dei bilanci. In particolare, l'espansione delle passività sensibili ai tassi d'interesse (spesso a breve scadenza) è stata controbilanciata da un accorciamento delle scadenze dei crediti a tasso fisso e/o da un aumento degli impieghi a tasso variabile. Negli Stati Uniti pare che negli ultimi anni si sia fatto diffusamente ricorso a entrambe queste tecniche. Come risulta dal grafico, negli ultimi tre anni circa il 60-80% dei crediti commerciali e industriali a lungo termine delle banche è stato erogato a tasso d'interesse variabile. Il grafico mostra altresì che in questi ultimi anni si è accorciata la scadenza media dei crediti commerciali e industriali a breve termine. Nel Regno Unito, da molti anni i prestiti ipotecari degli istituti per il risparmio-casa vengono concessi a tassi d'interesse fluttuanti. Sia in questo paese sia in Francia pare che siano notevolmente aumentati gli impieghi a medio-lungo termine a tassi d'interesse variabili da parte delle banche, sebbene non si disponga di una serie di dati attendibili. Analogamente, in Italia si applica da diversi anni l'indicizzazione esplicita o di fatto di varie forme di impiego anche se l'entità del fenomeno è difficilmente quantificabile.

Stati Uniti: struttura dei crediti commerciali e industriali delle banche



In Germania, l'indicizzazione dei prestiti bancari è praticamente inesistente; si è invece verificato negli ultimi anni un accorciamento alquanto diffuso nelle scadenze. Nel 1980-82 il rapporto tra l'espansione degli impieghi a breve e quella del credito bancario complessivo, come mostra la successiva tabella, è stato all'incirca del 22%, rispetto al 13% nei precedenti sei anni e all'11% durante il 1974-75. Le differenze sono ancora più ampie se si considerano soltanto i crediti erogati al settore privato. La tabella indica inoltre che nel 1980-82 anche in Francia e in Italia è salita la quota dei nuovi prestiti bancari a breve sull'espansione del credito bancario totale. Tuttavia, nel primo paese i movimenti sono stati meno accentuati nel 1980-82 che durante la fase di recessione economica del 1974-75.

Credito bancario e accorciamento delle scadenze¹

	Francia	Germania ²	Italia
	rapporto tra le variazioni del credito bancario a breve e quelle del totale del credito bancario		
1974-79.	31,3	12,8 (17,2)	61,9
1980-82 ³	35,4	21,8 (27,1)	65,8
1980-81.	33,5	23,8 (29,9)	74,4
<i>Per memoria:</i> 1974-75.	41,9	11,0 (5,5)	52,1

¹ I valori indicati per ciascun periodo non sono raffrontabili tra i singoli paesi a causa di differenze istituzionali e di altra natura. ² Le cifre tra parentesi rappresentano il rapporto tra l'espansione dei crediti bancari a breve al settore privato e l'espansione complessiva del credito bancario al medesimo settore. ³ I dati per il 1982 sono parzialmente stimati.

Gli sviluppi nei singoli paesi

Da quanto detto in precedenza risulta che il processo di innovazione finanziaria si è differenziato notevolmente da paese a paese. Alla base del diverso ritmo delle innovazioni vi è una molteplicità di fattori: tra questi, in particolare, le differenze nei tassi d'interesse e d'inflazione, nelle strutture istituzionali e finanziarie, nel ruolo rispettivo della disciplina normativa e della *moral suasion*, nell'ampiezza e capillarità dei mercati finanziari, nell'applicazione di sistemi elettronici di trasferimento dei fondi e della nuova tecnologia dell'informazione, e nel ruolo degli euromercati. E' importante tener presenti queste diversità allorché si considerano gli sviluppi nei singoli paesi. Va tuttavia sottolineato che è particolarmente difficile cogliere le differenze negli sviluppi in campo finanziario menzionati in seguito senza tener conto delle ampie difformità esistenti nella struttura finanziaria e nel quadro normativo dei singoli paesi. Ad esempio, per quanto riguarda il primo aspetto, il sistema bancario è molto meno concentrato negli Stati Uniti che negli altri maggiori paesi. Inoltre, mentre gli intermediari finanziari non bancari sono forti concorrenti delle banche negli Stati Uniti e, in minor misura nel Regno Unito, in Francia, Canada e Giappone, essi non svolgono un ruolo significativo in Germania o in Italia.

Per quanto concerne i vincoli amministrativi, in Giappone e in Francia continuano ad essere in vigore estesi controlli dei tassi d'interesse, mentre in Germania, Canada, Italia e Regno Unito non esistono praticamente controlli di tale tipo almeno a partire dai primi anni settanta. Negli Stati Uniti sono stati rimossi negli ultimi anni molti massimali sui tassi d'interesse ed alcune di queste limitazioni, come la "Regulation Q", sono in corso di graduale soppressione nel quadro del Monetary Control Act del 1980. Importanti vincoli di bilancio (ad esempio, sotto forma di massimali all'espansione del credito) esistono in Italia, Francia e Giappone, mentre sono assenti negli altri paesi maggiori. Infine, anche se ovunque vengono applicati coefficienti di riserva obbligatoria, il loro livello e il campo di applicazione istituzionale differiscono notevolmente.

In linea generale, le osservazioni sugli sviluppi nei singoli paesi mirano ad integrare l'analisi contenuta nel paragrafo precedente, soffermandosi ancora su quelle innovazioni che potrebbero modificare significativamente il funzionamento del sistema finanziario. Tuttavia, più specificatamente tali osservazioni considerano soprattutto (anche se non esclusivamente) le innovazioni che tendono a distorcere il significato e l'interpretazione degli aggregati monetari prescelti come variabile di obiettivo. Questi differiscono da paese a paese (cfr. Capitolo IV), e corrispondentemente le innovazioni prese in considerazione possono avere implicazioni diverse.

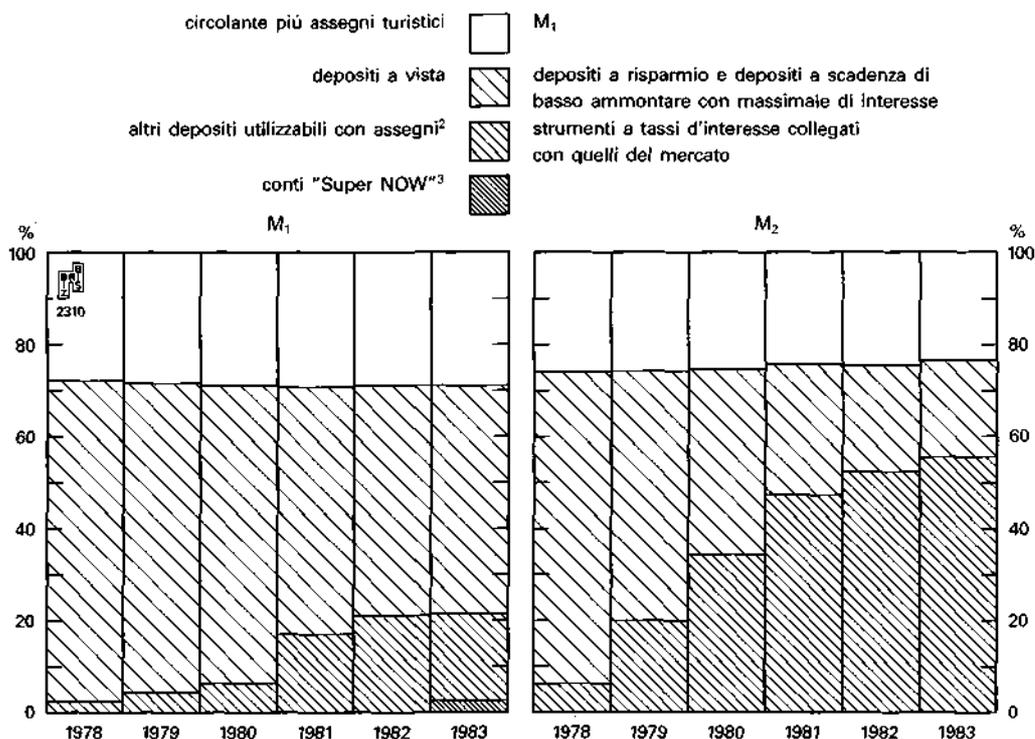
Il più alto grado di innovazione finanziaria è di gran lunga quello avutosi negli Stati Uniti. Anzitutto, a soli due anni dalla loro riformulazione, gli aggregati monetari esistenti, specie M_1 e M_2 , incontrano seri problemi di definizione e di misurazione, dovuti alla comparsa di nuovi strumenti finanziari e di nuovi metodi nella gestione di tesoreria. In secondo luogo, i crediti a tasso variabile, l'accorciamento delle scadenze e tutta una serie di innovazioni tecnico-finanziarie, nonché lo sviluppo di nuovi settori dei mercati stanno modificando il funzionamento del sistema finanziario. Molti di questi cambiamenti sembrano far parte di un processo tuttora in corso e, di conseguenza, i problemi da essi originati potrebbero accentuarsi ulteriormente con il passare del tempo.

La ridefinizione degli aggregati effettuata agli inizi del 1980 fu motivata dalle precedenti innovazioni finanziarie che avevano alterato il significato e ridotto l'attendibilità degli aggregati medesimi. In particolare, nel periodo 1974-76 queste innovazioni avevano prodotto uno slittamento verso il basso della funzione di domanda di M_1 . Successivamente sono intervenute ulteriori innovazioni il cui ritmo, dopo la nuova definizione degli aggregati, pare essersi addirittura accelerato, in parte per effetto del processo di deregolamentazione nel quadro del Monetary Control Act. Di conseguenza, gli aggregati ridefiniti hanno nuovamente perso la loro significatività originaria.

Tanto M_1 quanto M_2 sono stati notevolmente influenzati dall'introduzione di numerosi strumenti e metodi finanziari nuovi, nonché dall'accresciuto impiego di strumenti esistenti già prima della ridefinizione degli aggregati. In un elenco a titolo esemplificativo vanno senz'altro annoverati i certificati e i fondi comuni di investimento sul mercato monetario, i depositi con ordini negoziabili di prelievo (conti NOW) e quelli con servizio di giroconto automatico (conti ATS) gli "sweep accounts" ed altre tecniche di gestione dei saldi di cassa, le stanze di compensazione automatizzate e gli sportelli automatici, nonché, più di recente, i conti di deposito del mercato monetario e i conti "super NOW", introdotti rispettivamente nel dicembre 1982 e nel gennaio di quest'anno. Questi ed altri strumenti e tecniche simili hanno ridotto il ruolo, come mezzi di pagamento, dei saldi transattivi infruttiferi ed hanno comportato drastici cambiamenti nella composizione di M_1 e di M_2 (cfr. grafico). Dopo l'estensione su scala nazionale dei conti NOW verso la fine del 1980, la componente remunerata di M_1 è aumentata dal 6,5% circa a quasi il 22% nel gennaio 1983. Nello stesso periodo, la quota dei depositi a vista ordinari è scesa dal 65 al 50%. Come mostra la tabella a pagina 55, negli ultimi anni si è sensibilmente ridotta la quota di M_1 su M_2 . Tuttavia, un più sostanziale cambiamento nella composizione di M_2 è rappresentato da un forte aumento della quota degli strumenti remunerati a tassi d'interesse collegati al mercato, salita a quasi il 56% agli inizi di quest'anno, rispetto al 20% circa verso la fine del 1979, alla vigilia della ridefinizione degli aggregati.

Oltre ai crediti a tasso variabile, menzionati nel precedente paragrafo, si sono sviluppati molti nuovi strumenti del mercato finanziario in grado di fornire una certa protezione dal rischio. Alcuni di essi offrono anche la possibilità di profitti di natura speculativa. Il loro elenco è inesauribile e in costante evoluzione: *notes* a tasso fluttuante, obbligazioni indicizzate sui prezzi delle materie prime, prestiti ipotecari a tasso aggiustabile, obbligazioni a cedola zero, operazioni in *futures* sui tassi d'interesse, sui cambi, e sulle relative opzioni, obbligazioni con opzione di vendita, titoli "pass-through", certificati di piccolo risparmio beneficianti di agevolazioni fiscali ("all-savers certificates"), polizze sulla vita variabili, ecc.. La maggior parte di questi strumenti non ha effetti *diretti* sulla misurazione degli aggregati monetari convenzionali, come M_1 o M_2 . Tuttavia, tali strumenti e i connessi sviluppi sui mercati finanziari stanno modificando il processo di intermediazione e il ruolo del settore finanziario rispetto al resto dell'economia. I mercati di alcuni di questi nuovi strumenti (ad esempio, le operazioni in *futures* sui cambi e sui tassi d'interesse) si sono sviluppati rapidamente, e quelli degli strumenti tradizionali (cioè certificati di deposito, eurodollari, cessioni temporanee di titoli, titoli a breve di società non finanziarie e accettazioni bancarie) si sono ampliati e intensificati. La maggior parte di questi mercati è accessibile alle banche e alle

Stati Uniti: evoluzione della composizione della moneta¹



¹ 1978-82: dati del quarto trimestre; 1983: gennaio.

² Prevalentemente conti NOW a tasso d'interesse fisso.

³ Depositi utilizzabili con assegni, remunerati a tassi d'interesse collegati a quelli del mercato.

istituzioni finanziarie non bancarie, nonché alle imprese non finanziarie (e in alcuni casi addirittura alle Famiglie).

Diversamente che negli Stati Uniti, in *Canada* la deregolamentazione o lo smantellamento dei controlli sui tassi d'interesse non ha costituito un fattore che ha indotto innovazioni finanziarie. I vincoli sui tassi d'interesse erano stati rimossi in base alla legge bancaria del 1967. In questo paese, le innovazioni sono state in larga parte originate dal livello alto e variabile dei tassi d'interesse e dall'evoluzione tecnologica ed hanno influito soprattutto sulle operazioni del settore bancario (ivi comprese le istituzioni parabancarie).

Dalla metà degli anni settanta circa, importanti innovazioni si sono prodotte in due rami dell'attività bancaria, i conti delle Imprese e i conti delle Famiglie. Esse hanno considerevolmente alterato il contenuto di M_1 - principale variabile di obiettivo della politica monetaria fino alla sua sospensione nel 1982 - e ne hanno ridotto la significatività.

Negli ultimi anni, le società di grandi e medie dimensioni hanno potuto usufruire in ampia misura di un insieme di servizi di gestione di cassa in base ai quali i fondi detenuti su conti diversi possono essere consolidati in un conto singolo su base giornaliera. Ciò riduce il volume dei saldi operativi e consente l'impiego a brevissimo termine dei fondi in eccedenza. Inoltre l'utilizzo di conti accentrati a livello regionale e di addebiti pre-autorizzati consente di accelerare i flussi, permettendo così un'ulteriore riduzione dei saldi operativi.

In anni recenti, vi sono state in Canada due importanti innovazioni per quanto riguarda i depositi delle famiglie. Nel 1979 le banche hanno iniziato ad offrire ai privati e alle famiglie depositi a risparmio a tassi d'interesse computati giornalmente. Una quota dei fondi che affluiscono a questi depositi proviene da conti correnti, ma la maggior parte di essi deriva da spostamenti da altre categorie di depositi a risparmio. Una seconda innovazione è stata applicata ai depositi delle famiglie nel 1981, allorché le banche hanno cominciato ad offrire conti correnti a tassi d'interesse giornalieri che combinano le caratteristiche del deposito a risparmio a tasso giornaliero con quelle del conto corrente. Questi nuovi conti stanno avendo crescente diffusione ed influenzano notevolmente la domanda di M_1 .

Il *Regno Unito* ha sperimentato importanti innovazioni finanziarie fin dagli inizi degli anni settanta. I cambiamenti nel quadro normativo e nella condotta monetaria, gli alti e variabili tassi d'interesse e d'inflazione e, più di recente, l'evoluzione tecnologica, sono stati i principali fattori alla base del processo innovativo. Nel settembre 1971, nel quadro di un complesso di riforme finanziarie (noto come "Competition and Credit Control") sono stati aboliti i massimali al credito bancario e le banche sono state invitate ad abbandonare il loro accordo di cartello sui tassi d'interesse. Ciò ha chiaramente spronato l'espansione dei certificati di deposito e di altri depositi remunerati a tassi d'interesse collegati al mercato come contropartita ad un'accresciuta attività di credito delle banche, provocando un'accelerazione di M_3 in sterline. Le autorità hanno reagito imponendo, tra l'altro, in più di un'occasione un sistema di depositi speciali suppletivi ("corset") al fine di limitare l'espansione dei depositi bancari fruttiferi. Il "corset", abolito definitivamente nel 1980, scoraggiava la concorrenza nella raccolta di fondi attraverso i tassi d'interesse, favorendo per contro forme non controllate di finanziamento bancario e non bancario.

Un altro importante sviluppo nel settore finanziario è seguito alla rimozione di tutti i controlli valutari nel 1979. Ne è derivata un'accresciuta rilevanza dei depositi in valuta estera di residenti, saliti nel terzo trimestre del 1981 ad un livello pari al 18% dei depositi bancari in sterline, rispetto all'11% circa della fine del 1978.

Il processo di trasformazione finanziaria è proseguito negli ultimi anni. Le banche si sono impegnate più attivamente per attrarre i piccoli depositi; ad esempio esse offrono ora depositi abbinati a facilitazioni generali nell'ottenimento di credito, nonché depositi a risparmio collegati ai conti correnti con la possibilità di un agevole trasferimento reciproco. Dal 1980 le "clearing banks" hanno svolto un'attività su vasta scala nel settore del credito ipotecario per abitazioni, in diretta concorrenza con gli istituti di risparmio-casa. Di conseguenza, anche queste ultime hanno partecipato più attivamente al processo innovativo. La diffusione delle carte di credito è costantemente aumentata, ed ora il 25% circa della popolazione adulta, rispetto al 13% del 1977, è in possesso di carte di credito. Lo scorso anno, seguendo l'esempio degli Stati Uniti, sono sorti i mercati dei *futures* finanziari. Infine, lo Stato ha recentemente offerto al pubblico titoli indicizzati nell'intento di rilanciare il sistema "National Savings".

In *Germania*, l'accorciamento delle scadenze dei crediti bancari, menzionato in precedenza, non è stato l'unico cambiamento di rilievo sulla scena finanziaria degli ultimi anni. Alcuni degli strumenti finanziari già esistenti paiono essere stati impiegati in misura maggiore che in passato e ciò potrebbe influire sul significato e l'attendibilità dell'aggregato ampio M_3 , in base al quale è misurata la moneta della

banca centrale presa come variabile di obiettivo. La generale ascesa dei tassi d'interesse nel 1980-81 ha accentuato la concorrenza tra le banche nella raccolta di fondi. Per la maggior parte, questa si è concentrata su strumenti compresi in M_3 ; essa ha tuttavia chiaramente interessato anche strumenti non inclusi in questo aggregato. Per esempio, nel 1980 e 1981 si è notevolmente accelerata la crescita dei titoli emessi dalle banche con scadenza inferiore a quattro anni detenuti da soggetti residenti non bancari. Questi titoli paiono prestarsi a sostituire facilmente i depositi a risparmio compresi in M_3 , ma, a differenza di questi ultimi, non sono assoggettati a riserva obbligatoria. Includendo i titoli in parola, il tasso di crescita di M_3 sarebbe stato superiore di due punti percentuali a quello del 6,2% registrato nel 1980, e sarebbe risultato quasi doppio rispetto al valore del 5% relativo al 1981. Anche lo scorso anno questi titoli bancari hanno continuato ad aumentare molto più rapidamente di M_3 . Sebbene l'intera crescita della domanda di tali titoli non sia andata a scapito di attività comprese in M_3 , nondimeno vi potrebbe essere una correlazione significativa tra la domanda di essi (specie per la parte rappresentata dai titoli con scadenza inferiore ad un anno) e la ridotta crescita di M_3 .

Negli ultimi tre-quattro anni si è anche accresciuta l'importanza dei depositi in eurovalute di residenti tedeschi non bancari. Nel 1980 e 1981 essi sono aumentati notevolmente e possono avere influito sulla crescita di M_3 . Relativamente a questi due anni, l'inclusione delle passività delle dipendenze estere di banche tedesche verso residenti tedeschi non bancari avrebbe elevato la crescita di M_3 di circa mezzo punto percentuale su base annua.

In Giappone, nell'ultimo decennio il sistema bancario e i mercati finanziari hanno registrato rilevanti cambiamenti. Nel corso degli anni, le autorità hanno consentito una maggiore flessibilità dei tassi d'interesse, pur mantenendo su di essi sostanziali forme di controllo e vincoli di altro genere. Si è assistito ad un continuo e graduale sviluppo dei mercati delle obbligazioni e dei titoli a breve termine e di nuovi strumenti finanziari. La gradualità del processo innovativo deriva in parte dal fatto che le autorità hanno cercato di guidarne o controllarne l'ampiezza.

Negli ultimi anni vi sono state diverse innovazioni finanziarie di rilievo. Nel 1978 lo Stato ha cominciato ad offrire titoli a breve con scadenza di due o tre anni. Nel maggio 1979 sono stati introdotti i certificati di deposito negoziabili che da allora hanno avuto una rapida diffusione. Gli emendamenti del 1980 alle norme valutarie hanno consentito una più rapida crescita dei depositi in valuta estera. Sempre nel 1980 il governo ha introdotto un fondo di investimento in obbligazioni, particolarmente adatto alle esigenze del settore Famiglie; le quote di partecipazione vengono emesse dalle "security houses" che ne investono i proventi soprattutto in titoli di Stato e in denaro a breve.

I mercati finanziari in Francia hanno presentato negli ultimi anni almeno due cambiamenti destinati ad assumere una certa importanza. In primo luogo, hanno avuto rapida diffusione le obbligazioni a tasso fluttuante e, tra i vari emittenti, le banche sono state particolarmente attive in questo settore. Nel 1981, ad esempio, circa il 40% dei titoli emessi dalle banche recavano un tasso d'interesse fluttuante. In parte a causa del favore incontrato dalle emissioni a tasso variabile, la quota delle obbligazioni sull'incremento delle attività finanziarie complessive è salita a poco più del 28% nel 1982 rispetto al 17% circa nel 1979.

In secondo luogo, a partire dalla fine del 1981 sono stati creati vari fondi di investimento sul mercato monetario. Questo sviluppo è stato favorito dalla decisione delle autorità francesi di elevare il livello minimo dei depositi non soggetti a massimali di tasso d'interesse da FF 100.000 a un mese a FF 500.000 a sei mesi. Ma in parte esso è derivato anche dal fabbisogno finanziario dello Stato, in quanto i fondi d'investimento del mercato monetario hanno contribuito a sostenere il mercato obbligazionario; infatti le obbligazioni rappresentano in Francia l'attività finanziaria di gran lunga più importante in cui possono essere investiti i fondi. Per il momento, non è ancora chiaro se i fondi d'investimento del mercato monetario esercitano significativi effetti sulla domanda dell'aggregato di obiettivo M_2 .

In *Italia*, uno dei cambiamenti recenti più importanti in campo finanziario è stato lo sviluppo del mercato dei buoni del Tesoro. La diffusione di questi titoli (relativamente di piccolo taglio ed esenti da imposizione fiscale), ha comportato una considerevole disintermediazione a scapito dei depositi bancari tra il 1978 e il 1981. Durante questo periodo, la quota dei buoni del Tesoro sulla crescita delle attività finanziarie è salita dal 7 al 32%, mentre quella dei depositi è scesa da oltre il 60 al 40% circa. Il processo di disintermediazione e l'accresciuta domanda di buoni del Tesoro sono derivati in parte dall'inasprimento dei massimali all'espansione del credito bancario, che ha ridotto la domanda di depositi da parte delle banche e quindi l'incentivo per esse ad elevare i tassi passivi. Nel 1982, in seguito al ridursi del differenziale tra i rendimenti dei buoni del Tesoro e i tassi d'interesse sui depositi, si è avuto un parziale recupero della quota relativa dei depositi.

Le innovazioni e la politica monetaria

Risulta chiaro da quanto si è detto in precedenza che gli Stati Uniti, il Canada e il Regno Unito sono stati all'avanguardia per quanto concerne le innovazioni finanziarie negli ultimi anni. Negli altri paesi il ritmo del processo innovativo è avvenuto nel complesso in modo più o meno graduale o comunque è stato mantenuto sotto controllo. L'elevato grado di innovazione finanziaria negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito ha aggravato almeno tre importanti problemi per quanto riguarda gli obiettivi monetari intermedi della politica monetaria. In particolare, esistono serie difficoltà nel definire e misurare gli aggregati monetari, nel mantenerli sotto controllo e nell'interpretare il significato dei loro movimenti. Il presente paragrafo passa brevemente in rassegna questi problemi.

Le difficoltà di definizione e di misurazione degli aggregati monetari sono già state esaminate, in ampia misura, nelle precedenti note sui singoli paesi. In sintesi, gli strumenti finanziari con caratteristiche sia di investimento (cioè remunerati in linea con i tassi del mercato) sia di mezzi transattivi stanno diventando molto comuni; ciò rende difficile qualificare in modo soddisfacente un determinato strumento sulla base della sua caratteristica predominante. Inoltre, la riduzione del costo per il passaggio da uno strumento all'altro sta ampliando la gamma dei mezzi utilizzabili per effettuare pagamenti. L'individuazione del grado di assimilabilità alla moneta è particolarmente importante allorché gli obiettivi monetari devono essere espressi in termini di M_1 , come è avvenuto negli Stati Uniti, in Canada fino ad epoca recente, ed ora nel Regno Unito. Si tratta peraltro di un problema molto più

generale, come dimostrano le difficoltà di misurazione di M_3 in sterline nel Regno Unito; le innovazioni finanziarie creano strumenti che possono sostituirsi a quelli compresi negli aggregati sia ampi che ristretti.

In tutti questi tre paesi, pare che le innovazioni finanziarie abbiano reso più difficile il controllo nel breve periodo degli aggregati monetari posti come variabile di obiettivo, a causa di spostamenti nella domanda di questi aggregati (come si dirà in seguito), nel rapporto tra circolante e depositi e nel quoziente effettivo di riserva derivante dalla trasformazione di depositi a basso rendimento in strumenti più remunerativi esenti da obblighi di riserva. Negli ultimi anni questi spostamenti paiono essere stati rilevanti, anche se è difficile stimare in che misura essi siano connessi con il processo innovativo.

Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove sono stati utilizzati come variabile di obiettivo gli aggregati più ampi (M_2 , M_3 , e M_3 in sterline), il loro controllo nel breve periodo mediante variazioni dei tassi d'interesse è diventato più difficile perché è progressivamente diminuita l'elasticità della domanda di questi aggregati in rapporto ai tassi d'interesse. Questa diminuzione dell'elasticità deriva da un aumento della quota, all'interno di questi aggregati, dei depositi a tassi collegati al mercato; dato che la remunerazione di questi strumenti tende ad aumentare (calare) parallelamente all'aumento (calo) nel livello generale dei tassi di mercato, non vi è alcun incentivo ad una sostituzione fra tali strumenti e quelli non compresi nell'aggregato. Poiché anche in M_1 sta aumentando la quota dei depositi fruttiferi, specie negli Stati Uniti, è probabile che anche nel controllo a breve termine di questo aggregato le variazioni dei tassi d'interesse divengano con il tempo meno efficaci.

In un'ottica di lungo periodo, gli effetti delle innovazioni nel sistema finanziario sulle relazioni tra aggregati monetari, tassi d'interesse e attività economica sono più importanti dei problemi di governo della moneta nel breve periodo. Dalla natura di queste relazioni dipendono chiaramente l'utilità e il significato degli obiettivi intermedi. A tale riguardo, i due principali problemi concernono gli effetti delle recenti innovazioni finanziarie sulla stabilità della domanda di moneta e sulla natura del meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari all'economia reale.

In questi tre paesi vi sono considerevoli indicazioni di almeno uno spostamento nella funzione di domanda di moneta agli inizi o verso la metà degli anni settanta: M_1 nel caso del Canada e degli Stati Uniti e M_3 del Regno Unito. Alcune indicazioni recenti mostrano un ulteriore spostamento agli inizi degli anni ottanta. Più specificatamente, nel 1980-81 e/o 1981-82 le funzioni stimate di M_1 per Canada e Stati Uniti si sono spostate verso il basso, mentre si ritiene esservi stata una traslazione verso l'alto della funzione di M_3 in sterline. Queste rilevazioni di un recente spostamento nella domanda di moneta, concordano con l'analisi sulla velocità di circolazione della moneta e sui tassi d'interesse esposta in precedenza. Peraltro, nel caso degli Stati Uniti alcuni economisti contestano queste indicazioni e forniscono stime alternative secondo le quali la recente fase di innovazioni finanziarie non avrebbe finora comportato uno spostamento significativo nella domanda di M_1 . La spiegazione di questa contraddittorietà pare essere che lo spostamento verso il basso è stato mascherato da uno spostamento in senso opposto causato dall'estensione su scala nazionale dei conti NOW verso la fine del 1980.

Le analisi empiriche di questo genere sono sovente ambigue ed imprecise. Ma l'aspetto forse più importante del recente comportamento delle funzioni stimate della domanda di moneta è che pare esservi un considerevole aumento dell'instabilità nel breve periodo — cioè per periodi da uno a quattro-cinque trimestri — anche nell'assunto che nel periodo molto lungo esse siano rimaste relativamente stabili. Per esempio, gli errori di previsione della domanda di M_1 negli Stati Uniti, sulla base del modello econometrico trimestrale del Federal Reserve Board, sono stati molto più ampi dagli inizi degli anni ottanta che nei tre o quattro anni precedenti.

Negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito, come anche in altri paesi, è possibile che il processo di innovazione stia anche modificando il meccanismo attraverso il quale gli impulsi della politica monetaria si trasmettono al settore reale. La maggiore reattività ai tassi d'interesse delle attività e passività delle istituzioni finanziarie, i crediti a tasso variabile e l'accorciamento delle scadenze, lo sviluppo e l'integrazione dei mercati finanziari e, più in generale, l'accresciuta concorrenza all'interno del sistema finanziario, implicano che le variazioni dei tassi d'interesse, indotte dalle autorità o da altri fattori, tendono a trasmettersi più rapidamente all'intera gamma di attività e passività finanziarie. Di conseguenza, questi sviluppi stanno rafforzando il ruolo svolto dai tassi d'interesse nell'influenzare l'economia reale. Al tempo stesso, le misure di liberalizzazione adottate in alcuni paesi (in particolare, l'abolizione di molti massimali ai tassi sui depositi e di leggi sull'usura negli Stati Uniti, l'eliminazione del "corset" e dei controlli dei cambi nel Regno Unito e l'allentamento dei controlli valutari e di alcune restrizioni sui tassi d'interesse in Giappone) stanno riducendo il ruolo della disponibilità di credito o del "razionamento quantitativo" come canale di trasmissione degli impulsi monetari al settore non finanziario e, correlativamente, accrescono l'importanza dell'influsso che deve essere esercitato dai tassi d'interesse del mercato.

L'eliminazione o la riduzione delle varie cause di imperfezione del mercato e la crescente concorrenza nel sistema finanziario implicano una fluttuazione dei tassi d'interesse maggiore che in passato. Ciò sembra essere confermato dall'andamento effettivo dei tassi d'interesse negli ultimi anni rispetto al periodo precedente. La tabella riporta gli scarti quadratici medi dei valori mensili dei tassi d'interesse a

Variabilità dei tassi d'interesse a lungo termine*

Paesi	Scarto quadratico medio dei valori mensili dei tassi a lungo termine					Scarto quadratico medio dei valori mensili dei tassi a lungo termine depurati del trend				
	1968-70	1971-73	1974-76	1977-79	1980-82	1968-70	1971-73	1974-76	1977-79	1980-82
Stati Uniti . . .	0,8	0,4	0,4	0,9	1,5	0,5	0,3	0,5	0,6	1,5
Canada	0,6	0,4	0,5	0,7	1,7	0,4	0,3	0,5	0,4	1,6
Regno Unito . .	0,8	1,2	1,0	1,0	1,4	0,5	0,9	1,1	1,0	1,6
Germania . . .	0,9	0,8	1,2	0,9	1,0	0,8	0,7	1,2	0,8	1,0
Giappone . . .	0,3	0,6	0,3	0,8	1,0	0,6	0,7	0,4	0,9	0,9
Francia	0,7	0,5	0,4	0,7	1,4	0,3	0,5	0,7	0,8	1,1
Italia	1,1	0,5	1,7	0,5	2,5	0,6	1,1	1,1	1,0	1,9

* Rendimenti sul mercato secondario per gli Stati Uniti, obbligazioni decennali del governo federale; per il Canada, titoli di Stato con scadenza di 10 e più anni; per il Regno Unito, titoli di Stato a scadenza ventennale; per la Germania, obbligazioni del settore pubblico; per il Giappone, obbligazioni delle amministrazioni locali; per la Francia, obbligazioni del settore pubblico; e per l'Italia, obbligazioni Crediop per conto del Tesoro.

lungo termine, sia effettivi sia depurati della componente tendenziale, per cinque periodi triennali, dal 1968 al 1982. Questi due parametri mostrano che, ad eccezione forse della Germania, la variabilità dei tassi d'interesse è stata maggiore nel triennio 1980-82 che nei periodi precedenti.

La tendenza ad abbandonare il razionamento del credito e ad un aumento della concorrenza nella raccolta di fondi e la connessa maggiore variabilità dei tassi d'interesse potrebbero rafforzare il nesso tra spesa reale e tassi d'interesse. Nel nuovo contesto, gli effetti esercitati dai tassi d'interesse potrebbero risultare più evidenti e più facilmente valutabili, ma potrebbero altresì manifestarsi importanti cambiamenti nel comportamento degli operatori economici. Le precedenti stime dell'elasticità delle varie componenti della domanda finale in relazione ai tassi d'interesse potrebbero rivelarsi non più attendibili, e dopo una fase di transizione essa potrebbe risultare maggiore che in passato.

In molti paesi il processo innovativo, nonché i problemi e i quesiti da esso sollevati si trovano tuttora in uno stadio di fluidità. In tale contesto, la politica monetaria non può fare esclusivo affidamento sul controllo dei movimenti degli aggregati monetari, soggetti a cambiamenti imprevedibili quanto al significato e all'attendibilità. Ciò ha trovato riconoscimento da parte delle autorità degli Stati Uniti, del Canada e del Regno Unito. Per questa ed altre ragioni, nel 1982 questi tre paesi sono passati ad una strategia di politica monetaria più flessibile consistente nell'adozione di vari aggregati monetari, nonché di altri indicatori come parametri di riferimento per la politica monetaria (cfr. Capitolo IV, pagine 78-83).

IV. LA POLITICA MONETARIA E IL PROCESSO DISINFLAZIONISTICO

Aspetti salienti

Lo scorso anno i tassi d'interesse sono diminuiti in misura apprezzabile nei principali mercati nordamericani ed europei, pur rimanendo a livelli molto alti in rapporto ai tassi d'inflazione.

Poiché i tassi d'interesse a breve sono calati in misura maggiore di quelli a lungo termine, si sono allentate le pressioni sulle istituzioni finanziarie conseguenti all'inversione nella struttura dei rendimenti. Nonostante la grave recessione i rendimenti del mercato finanziario sono stati mantenuti eccezionalmente alti dai timori connessi ad una recrudescenza dell'inflazione e alla prospettiva di ampi fabbisogni di finanziamento del settore pubblico, nonché dalla consapevolezza che le imprese avrebbero sentito ulteriormente la necessità di ristrutturare i loro bilanci. I timori del mercato circa la solidità finanziaria si sono talvolta rispecchiati nei notevoli premi di rischio incorporati nei tassi d'interesse richiesti a talune categorie di mutuatari; in termini più generali, poiché le banche sono state costrette ad effettuare maggiori accantonamenti per i rischi di insolvenze, esse hanno esitato a diminuire i tassi sugli impieghi parallelamente a quelli del mercato monetario. Di conseguenza, nonostante una certa diffusione dei crediti a tasso d'interesse fluttuante, i benefici derivanti da un calo dei tassi d'interesse non sono stati percepiti in maniera così generale o così rapida come vi era da attendersi.

La politica monetaria ha sopportato l'onere maggiore nella lotta contro l'inflazione e negli sforzi volti a instaurare un clima di stabilità nelle aspettative in termini di prezzi. Nel 1982 vi è stato un rallentamento nella crescita dei salari e dei prezzi, ma il processo di aggiustamento è entrato in una fase molto difficile. In diversi paesi le autorità sono state tuttavia in grado di venire incontro alle necessità derivanti dalla recessione e dalla fragilità finanziaria senza mettere a repentaglio gli obiettivi di aggiustamento a più lungo termine, data la fiducia creatasi durante gli ultimi anni nel loro approccio di politica monetaria. In un contesto perturbato e in rapida evoluzione la discrezionalità ha dovuto svolgere un ruolo più importante nell'attuazione delle politiche. Negli Stati Uniti, in particolare, i mercati si sono resi conto che vi era la necessità di assecondare l'eccezionale domanda di liquidità collegata alla recessione ed hanno riconosciuto l'opportunità di un approccio più generale e di più lungo periodo nel governo della moneta. E' altresì maturata la consapevolezza che gli aggregati monetari erano fortemente distorti dalle innovazioni finanziarie in una fase cruciale.

La pubblicazione di obiettivi di crescita degli aggregati monetari continua generalmente ad essere giudicata utile nei maggiori paesi industriali. Tuttavia, in alcuni di essi vi è stata una crescente tendenza a dotare tale approccio di una maggiore flessibilità e a prendere maggiormente in considerazione altri indicatori finanziari e altre variabili economiche nel valutare le condizioni monetarie.

In taluni paesi le politiche dei tassi d'interesse orientate alla difesa della propria moneta sul mercato dei cambi hanno costituito il cardine dell'azione volta a

ripristinare la stabilità dei prezzi. Lo scorso anno in molti di questi paesi il calo dei tassi d'inflazione ha consentito alle autorità di favorire una certa distensione nelle condizioni monetarie.

Nelle attuali circostanze gli elevati tassi d'interesse reali continuano a costituire un ostacolo ad una solida ripresa dell'economia mondiale. I timori di una recrudescenza dell'inflazione pongono tuttavia severi limiti agli obiettivi raggiungibili mediante la sola politica monetaria e, nella maggior parte dei casi, ulteriori vincoli provengono dagli squilibri nei settori privato e pubblico. In alcuni paesi un certo miglioramento della posizione esterna ha ridotto il pericolo che un abbassamento dei tassi d'interesse conduca a un deprezzamento della moneta sui mercati dei cambi e a nuove spinte inflazionistiche dal lato dei costi. Le posizioni dei paesi sono tuttavia assai ineguali quanto al margine disponibile per favorire un calo dei tassi d'interesse.

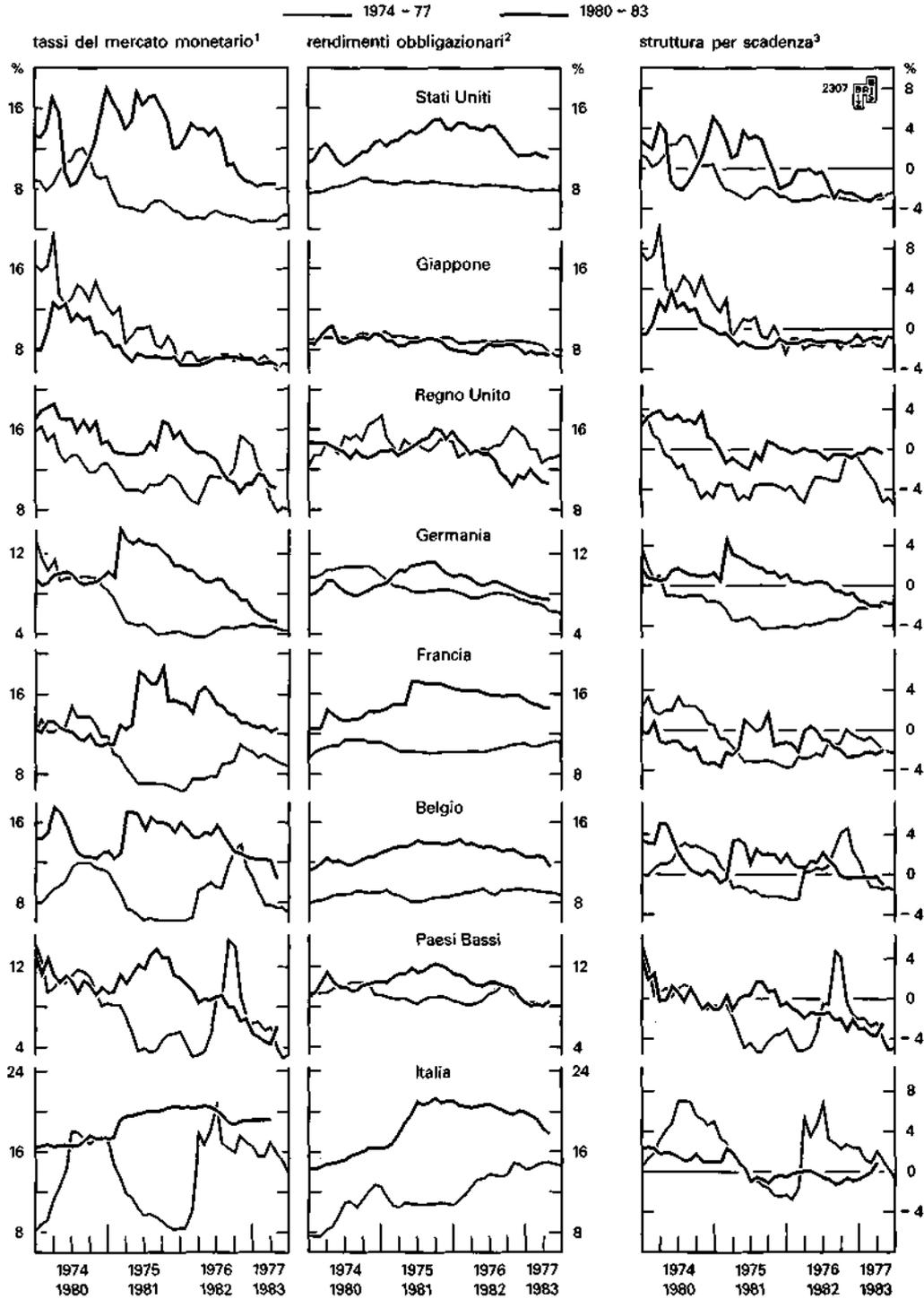
I tassi d'interesse nominali

Recenti sviluppi. Lo scorso anno i tassi d'interesse hanno registrato una considerevole flessione sui principali mercati nordamericani ed europei con sollievo di tutte le categorie di mutuatari e di molti dei loro creditori. Anche rispetto agli sviluppi nei difficili anni seguiti alla prima crisi petrolifera, la recente fase di alti tassi d'interesse si è protratta nel tempo in modo particolarmente gravoso e, sebbene il calo dello scorso anno abbia in effetti oltrepassato anche le più ottimistiche previsioni, il livello dei tassi d'interesse in molti paesi è rimasto straordinariamente alto per un periodo di recessione.

Negli Stati Uniti i tassi del mercato monetario erano calati nell'autunno 1981, per poi risalire nei primi mesi del 1982 e rimanere a livelli molto elevati fino a metà anno. Essi sono quindi ridiscesi di 5-6 punti percentuali nell'arco di sei mesi. I mercati erano divenuti più fiduciosi circa la possibilità che fossero consolidati i ragguardevoli progressi compiuti di recente nella lotta all'inflazione, e hanno conseguentemente accettato l'idea che la politica monetaria potesse ormai tenere maggiormente conto della recessione e dell'esigenza di stimolare la ripresa economica. Nondimeno, i tassi d'interesse a più lungo termine hanno tardato a flettersi e agli inizi del 1983 i rendimenti obbligazionari erano ancora di 3 punti percentuali al di sopra del loro livello medio negli anni settanta.

Una volta iniziato il movimento discendente dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, le autorità monetarie dei paesi europei hanno potuto riprendere l'azione per abbassare i tassi sui rispettivi mercati monetari nazionali. Nel corso del 1982 i tassi d'interesse a breve sono diminuiti di 2-4 punti percentuali in quasi tutti i paesi europei indicati nel grafico alla pagina seguente, eccetto l'Italia, dove il calo è stato minore. Nella primavera del 1983 la maggior parte di questi tassi era discesa a meno della metà dei livelli massimi registrati nel 1980 e 1981. In marzo, in Belgio e Francia i tassi d'interesse a breve hanno dovuto essere innalzati per contrastare le pressioni sui mercati dei cambi. Tuttavia, in seguito ad un riallineamento delle monete nel Sistema monetario europeo è stato possibile ridurre i tassi del mercato monetario in entrambi i paesi. Nel Regno Unito i tassi del mercato monetario, pur rimanendo sensibili alle prospettive della sterlina collegate al prezzo del petrolio, nel complesso sono calati considerevolmente fra il 1981 e i primi mesi del 1983.

Tassi d'interesse a breve e a lungo termine



¹Tassi rappresentativi: per l'Italia, depositi interbancari a vista; per la Francia, depositi interbancari a un mese; per il Belgio, certificati a quattro mesi; per gli altri paesi, strumenti a tre mesi del mercato monetario. ²Tassi rappresentativi: per gli Stati Uniti, obbligazioni industriali; per il Regno Unito e i Paesi Bassi, titoli di Stato; per gli altri paesi, varie obbligazioni del settore pubblico. ³Tassi a breve meno tassi a lungo termine.

Lo scorso anno i rendimenti obbligazionari sono progressivamente diminuiti in Germania, nei Paesi Bassi, in Svizzera e (fino a novembre) nel Regno Unito, mentre sono rimasti a livelli molto alti in Francia, Belgio e Italia. Questi tre paesi presentano una bilancia dei pagamenti correnti deficitaria, e in Italia e Belgio i disavanzi pubblici sono comparativamente assai ampi. Inoltre in Francia, e ancor più in Italia, permane elevato il tasso tendenziale d'inflazione.

In Giappone, dove il processo di aggiustamento che ha fatto seguito alla seconda crisi petrolifera si trovava già in una fase ben avanzata, lo scorso anno i tassi d'interesse si sono mantenuti su livelli modesti. In Canada, d'altro canto, i tassi d'interesse sono nel complesso aumentati nel primo semestre del 1982, allorché si è ampliato il differenziale dei tassi a breve rispetto al mercato statunitense in un contesto di pressioni sui mercati dei cambi. Dopo la metà dell'anno, tuttavia, con il miglioramento della bilancia dei pagamenti, i tassi d'interesse canadesi sono diminuiti in misura maggiore di quelli degli Stati Uniti.

Struttura dei rendimenti. Poiché i rendimenti obbligazionari sono rimasti elevati o sono comunque scesi molto meno dei tassi del mercato monetario, le curve dei rendimenti per scadenza — che avevano presentato una forte inversione per periodi eccezionalmente lunghi nel 1980 e 1981 — nel corso dell'anno passato hanno ripreso un andamento ascendente, con inclinazioni insolitamente marcate in taluni casi. Già in precedenti occasioni si era osservata una risposta tardiva nel segmento a lungo termine alle flessioni dei tassi del mercato monetario, fenomeno che di regola rispecchia la ristrutturazione delle passività delle imprese in periodo di recessione. Un ulteriore fattore presente lo scorso anno è stato lo squilibrio dei bilanci pubblici. Inoltre, il forte divario fra i tassi del mercato monetario e i rendimenti obbligazionari, osservabile in particolare negli Stati Uniti, potrebbe in parte essere interpretato come un'indicazione delle incertezze del mercato circa la stabilità nel medio periodo dei bassi tassi d'inflazione registrati in tempo di recessione.

Variabilità dei tassi d'interesse. L'allentamento delle tensioni sul mercato monetario nel 1982 si è accompagnato ad un netto calo della variabilità dei tassi d'interesse. Negli Stati Uniti, dove l'azione condotta dall'ottobre 1979 per pervenire ad un controllo più serrato dei movimenti della massa monetaria nel brevissimo periodo si era associata ad un'estrema instabilità dei tassi d'interesse, vi è stata negli ultimi tempi una notevole diminuzione nell'ampiezza delle oscillazioni mensili dei tassi del mercato monetario (cfr. pagina 80), nonché nella loro variabilità su base giornaliera. Quest'ultima è chiaramente osservabile nella tabella seguente, che mostra appunto la variabilità giornaliera, depurata della componente tendenziale, dei tassi d'interesse per periodi consecutivi di sei mesi. Non vi può essere dubbio che la relativa stabilità osservata negli ultimi sei mesi rispecchia un allontanamento dall'approccio basato sull'osservanza nel breve periodo di obiettivi di crescita degli aggregati monetari, nonché i progressi compiuti nel ridurre l'inflazione. Anche nella maggior parte degli altri paesi è diminuita nel corso del 1982 la variabilità giornaliera dei tassi d'interesse del mercato monetario, sebbene nel periodo 1980-81 essa fosse già stata assai più contenuta che negli Stati Uniti. In Germania, nei Paesi Bassi e in Svizzera, in particolare, il processo di abbassamento dei tassi d'interesse è stato molto meno brusco e si è accompagnato a minori incertezze sul mercato dei cambi rispetto alla precedente fase di ascesa dei tassi d'interesse. Una diminuzione della instabilità dei tassi del mercato monetario è tanto più bene accetta in quanto vi sono

Variabilità giornaliera dei tassi d'interesse del mercato monetario*

Periodi di sei mesi terminanti nel:	Stati Uniti	Canada	Regno Unito	Germania	Francia	Italia	Belgio	Paesi Bassi	Svizzera
Settembre 1979	0,43	0,25	0,53	0,19	0,27	0,05	0,54	0,38	0,37
Marzo 1980	1,27	0,53	0,61	0,40	0,35	0,75	0,61	1,28	0,68
Settembre 1980	2,58	1,04	0,42	0,34	0,26	0,31	0,53	0,41	0,44
Marzo 1981	2,12	1,27	0,47	0,96	0,46	0,43	0,48	0,48	0,75
Settembre 1981	1,10	0,81	0,52	0,23	1,92	0,05	0,49	0,53	0,74
Marzo 1982	1,36	0,95	0,51	0,29	0,92	0,20	0,51	0,34	0,54
Settembre 1982	1,08	1,01	0,33	0,34	0,28	0,32	0,60	0,42	0,63
Marzo 1983	0,43	0,40	0,54	0,25	0,27	0,07	0,59	0,26	0,47

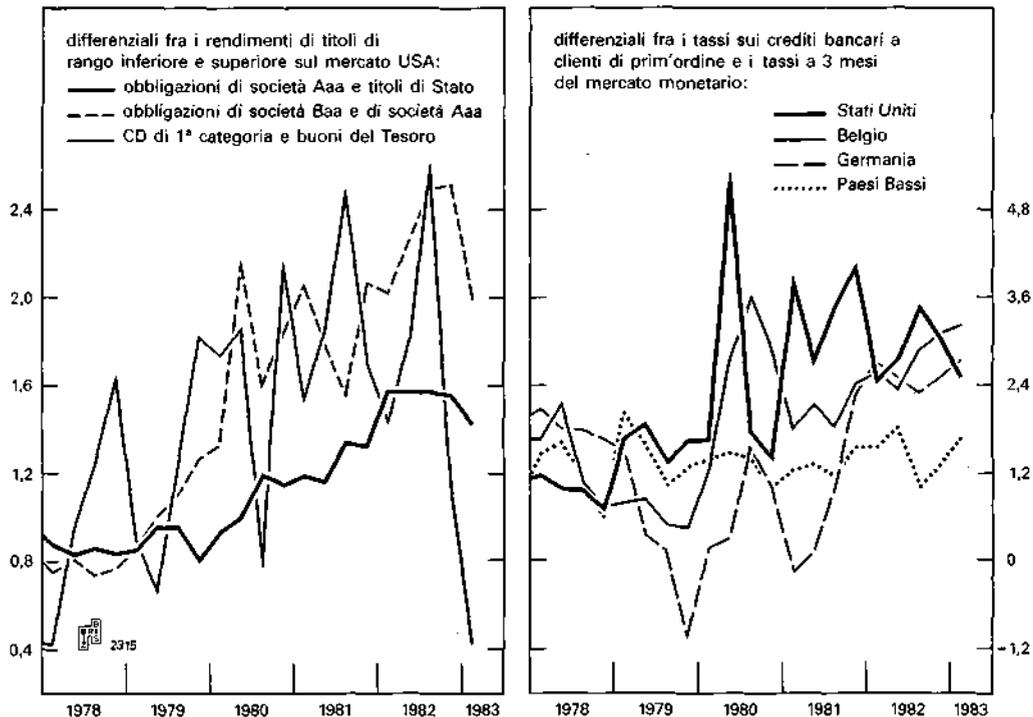
* La variabilità è misurata dall'errore quadratico medio delle stime delle regressioni sulla variabile tempo per ciascun periodo di sei mesi. Valori basati sulle rilevazioni giornaliere dei tassi sugli strumenti a tra mesi, eccetto che per la Francia (a un mese). Tassi del mercato monetario nazionale per Regno Unito, Francia e Italia; tassi eurovalutari per gli altri paesi.

indicazioni secondo cui negli ultimi anni in alcuni paesi le fluttuazioni dei tassi d'interesse a breve tendono a riflettersi più che in passato sul livello e sulla variabilità dei rendimenti del mercato finanziario.

Premi di rischio e condizioni del credito delle istituzioni finanziarie. Lo scorso anno i differenziali dei tassi d'interesse hanno talvolta rispecchiato una marcata sensibilità dei mercati finanziari alla debolezza delle situazioni di bilancio causata dalla recessione e dagli elevati tassi d'interesse. Gli sviluppi negli Stati Uniti illustrano nel modo più chiaro questo aspetto, e in generale la tendenza ad una valutazione fortemente prudentiale dei rischi. Ad esempio, poco dopo la metà dell'anno, i timori di natura specifica e generale si sono tradotti in un forte aumento del differenziale fra i rendimenti dei certificati di deposito e quello dei buoni del Tesoro. Fenomeni analoghi sono riscontrabili sui mercati a più lungo termine nel differenziale di rendimento fra le obbligazioni societarie classificate Baa e quelle Aaa, oppure ancora nel divario fra i rendimenti delle obbligazioni societarie in generale e quelli dei titoli di Stato. I premi di rischio di diverso genere sui mercati degli Stati Uniti hanno in seguito registrato un calo quasi altrettanto rapido quanto il precedente aumento. Tuttavia, sul mercato obbligazionario si assiste nel corso degli anni ad una certa tendenza all'ampliamento dei differenziali di rendimento in funzione della qualità dei titoli. I premi di rischio incorporati nei tassi d'interesse a lungo termine richiesti alle società mutuarie non di primissimo rango paiono essere ancora superiori di 1,5 punti percentuali al livello del 1978.

Lo scorso anno in molti paesi le istituzioni finanziarie hanno dovuto far fronte ad una compressione della loro redditività derivante dall'esigenza di effettuare più ampi accantonamenti per rischi di inesigibilità. Di conseguenza esse hanno teso ad aumentare i margini di intermediazione e sono state oltremodo restie ad adeguare i loro tassi attivi parallelamente ai cali dei tassi sul mercato monetario. In periodo di recessione un siffatto comportamento può mettere le autorità di fronte a una sorta di dilemma. Va tuttavia considerato che nel corso degli anni in molti paesi le banche hanno accresciuto la quota dei crediti erogati a tassi d'interesse aggiustabili (cfr. Capitolo III). Una parte dei mutuatari deve pertanto aver prontamente beneficiato dei cali dei tassi d'interesse a breve.

Premi di rischio e margine di intermediazione*



*In punti percentuali.

Tassi d'interesse reali

In diversi paesi nei quali lo scorso anno i tassi d'interesse a lungo termine hanno segnato un calo, questo è stato decisamente inferiore alla flessione del tasso d'inflazione. In alcuni dei paesi riportati in tabella i rendimenti obbligazionari reali (deflazionati con il tasso corrente di aumento dei prezzi al consumo) sono calati nel corso del 1982 ma, nella maggior parte dei casi, agli inizi del 1983 essi sono nuovamente aumentati situandosi ad un livello ben superiore a quello del 1980. I tassi d'interesse reali a lungo termine, calcolati nel modo suddetto, nella primavera 1983 andavano dal 3% circa in Germania (valore pressoché normale per questo paese), Italia e Regno Unito, fino al 7% circa negli Stati Uniti. I tassi d'interesse a lungo termine deflazionati si mantenevano su valori elevati anche in Giappone.

Nell'interpretare cifre di questo genere si impone una certa cautela. I tassi effettivi di incremento dei prezzi costituiscono spesso un surrogato alquanto imperfetto delle aspettative inflazionistiche, le quali sono quasi certamente meno instabili dei primi, e sulla base di alcuni sondaggi vi è motivo di ritenere che attualmente le aspettative inflazionistiche a lungo termine permangano più elevate dei recenti tassi d'inflazione. L'annosa questione di quale indice dei prezzi vada impiegato è divenuta meno rilevante che in passato, poiché qualunque sia il deflatore adottato, i tassi d'interesse reali a lungo termine, che sono i più importanti per le decisioni di risparmio e di investimento, risultano essere elevati. Naturalmente le imposte influiscono sui tassi di remunerazione reali effettivamente pagati dai mutuatari e percepiti dai creditori, anche se in modo difficilmente quantificabile. In periodo di recessione tuttavia i profitti tassabili di molte imprese possono non essere

Rendimenti obbligazionari reali

Voci e periodi	Stati Uniti	Giappone	Regno Unito	Germania	Francia	Italia	Belgio	Svizzera
	medie annue, in percentuale							
Rendimenti reali¹								
1963-72, media	2,7	1,6	2,7	4,1	2,7	3,0	3,0	1,0
1974-77, media	0,3	-5,3	-3,9	2,8	-0,6	-5,7	-1,7	0,7
1979-82, media	1,8	3,6	0,5	3,7	1,6	-0,7	5,7	0,1
1980	-1,6	1,9	-4,5	3,0	0,6	-5,3	6,0	0,7
1981	3,2	2,9	2,1	4,7	3,1	-0,2	6,3	-0,3
1982	6,5	5,1	2,9	3,3	3,0	3,6	4,9	-1,1
1983 I trimestre	7,5	5,2	5,3	3,1	5,3	2,3	3,7	-1,3
	in percentuale							
<i>Per memoria:</i>								
<i>Tassi d'inflazione²</i>								
1963-72, media	3,2	5,7	4,8	3,2	4,6	4,3	3,8	4,5
1982	6,2	2,7	8,6	5,3	11,8	16,6	8,7	5,6
<i>Tassi di crescita del PNL reale</i>								
1963-72, media	4,0	9,8	2,8	4,7	5,5	5,6	4,8	4,4
1982	-1,7	3,0	1,4	-1,1	1,8	-0,3	-0,7	-1,7
<i>Disavanzi di bilancio³</i>								
1963-72, media	0,1	-0,2 ⁴	0,5	-0,0	-0,5	5,4	1,7	-
1982	3,8	4,1	1,6	3,9	2,9	12,0	12,2	-
1983 ⁵	4,5	3,4	2,5	3,8	2,3	11,6	10,7	-

¹ Rendimenti di titoli rappresentativi a lungo termine deflazionati con medie mobili di sei mesi delle variazioni percentuali su dodici mesi dei prezzi al consumo. ² Incremento dei prezzi al consumo (anno su anno). ³ Accreditamento netto (-) delle Amministrazioni pubbliche in percentuale del prodotto nazionale lordo. ⁴ 1965-72. ⁵ Stime e previsioni OCSE.

sufficientemente ampi da consentire alle stesse di beneficiare appieno delle agevolazioni fiscali concesse sugli interessi passivi.

Ciò premesso, non vi è dubbio che i tassi d'interesse reali, sia al lordo sia al netto delle imposte, sono eccezionalmente alti per un periodo di recessione o di incipiente ripresa. Essi sono altresì molto elevati in rapporto ai tassi medi reali di remunerazione del capitale e a qualsiasi tasso di crescita economica realisticamente prevedibile per i prossimi anni. A questo riguardo la situazione degli anni sessanta si presentava assai differente e i raffronti con periodi passati possono solamente servire a sottolineare l'importanza di un abbassamento dei tassi d'interesse reali al fine di migliorare le prospettive di crescita.

Gli elevati tassi d'interesse reali misurati nel modo suddetto rispecchiano senza dubbio un'inappropriata combinazione delle politiche, la debolezza finanziaria del settore delle imprese e il persistere di dubbi circa l'evitabilità di una recrudescenza dell'inflazione. In particolare, gli ampi disavanzi di bilancio attuali e previsti alimentano i timori non soltanto per le pressioni sui tassi d'interesse che ne potrebbero derivare, nella misura in cui i disavanzi stessi sono finanziati sul mercato dei capitali, ma anche per l'inflazione che potrebbe conseguire ad un loro finanziamento con mezzi monetari.

Problemi della politica monetaria

Per alcuni anni nei paesi industriali la politica monetaria ha dovuto accordare l'assoluta priorità al controllo dell'inflazione, e a tale fine è stato essenziale adottare strategie rigorose. Lo scorso anno la recessione economica e le innovazioni in

campo finanziario hanno tuttavia reso necessario un maggiore elemento di discrezionalità nell'attuazione di tali strategie. Il problema del margine consentito alla flessibilità è emerso soprattutto nel contesto delle politiche di controllo degli aggregati monetari del tipo impiegato negli ultimi anni in gran parte dei paesi maggiori.

Analoghi problemi in termini di flessibilità possono tuttavia sorgere anche nel caso di un differente tipo di politica monetaria non accomodante, quello in cui la considerazione dell'impatto del tasso di cambio sui prezzi e sui costi interni costituisce un elemento determinante nella fissazione dei tassi d'interesse. Gli obiettivi in termini di tassi di cambio posti alla politica monetaria non devono essere necessariamente rigidi e possono quindi subire modifiche periodiche. Tuttavia, negli ultimi anni gli obiettivi o i vincoli in questo ambito hanno assunto un ruolo importante nella politica dei tassi d'interesse della maggior parte dei paesi, grandi e piccoli (con la sola eccezione di rilievo degli Stati Uniti), esercitando un notevole influsso sulla misura in cui gli impulsi della politica monetaria si trasmettono da un paese all'altro. Gli indirizzi della politica monetaria per quanto riguarda gli aggregati monetari e i tassi di cambio sono trattati nei due successivi paragrafi. Il problema generale delle scelte e dei vincoli, nonché del margine di manovra di cui dispongono i singoli paesi nella condotta della politica monetaria è invece esaminato nel paragrafo conclusivo.

Gli aggregati monetari: andamenti e politiche

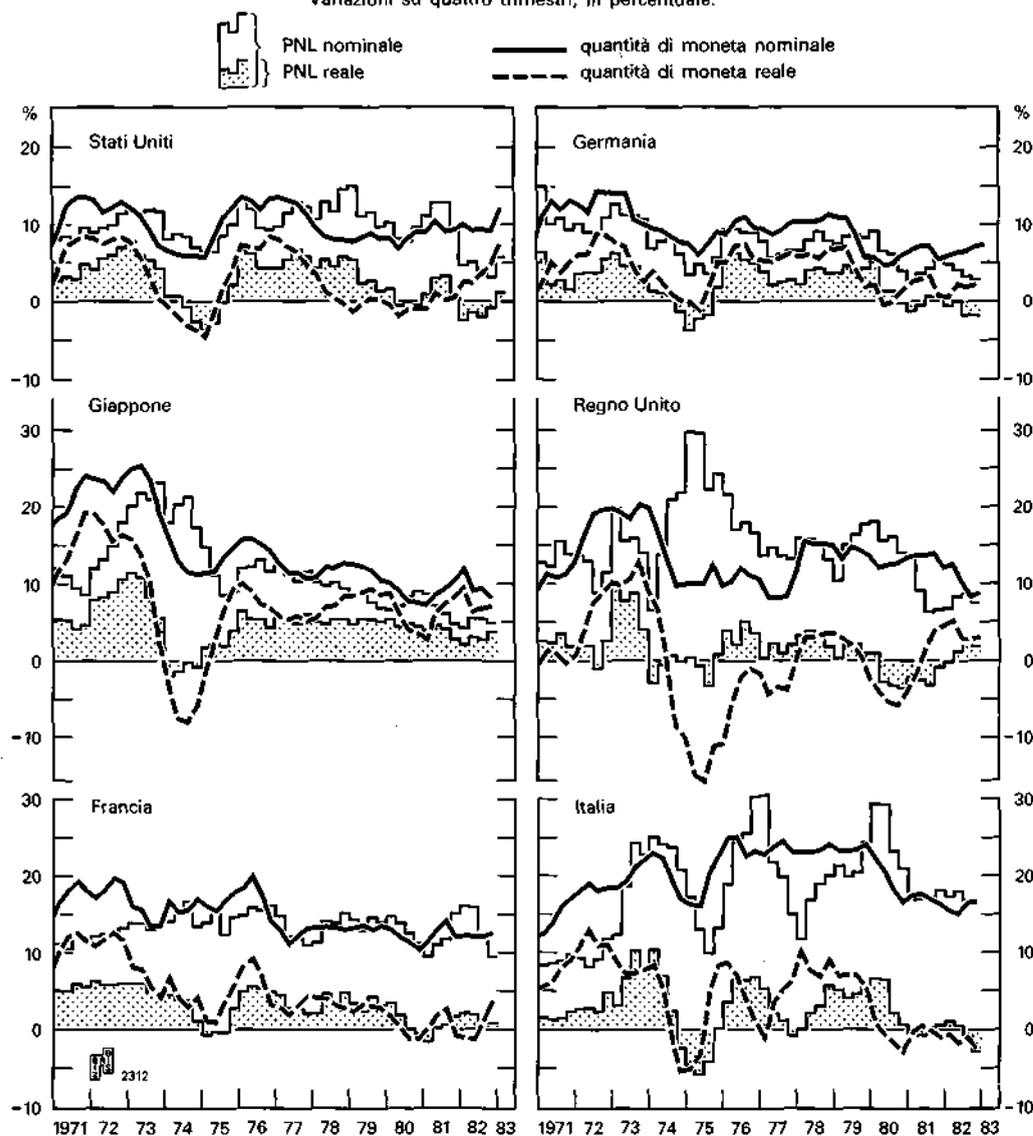
I recenti andamenti monetari in una prospettiva di più lungo periodo. Dopo un marcato rallentamento nel 1980, il ritmo dell'espansione monetaria aveva segnato nel corso del 1981 una nuova accelerazione nella maggior parte dei paesi industriali. Come mostra il grafico, lo scorso anno in alcuni paesi i tassi di crescita degli aggregati ampi si sono mantenuti relativamente alti se si considera il rallentamento dell'inflazione. Le incertezze circa l'impatto delle innovazioni finanziarie e, nel caso degli Stati Uniti, delle modifiche avvenute nel quadro normativo, alcune delle quali sono entrate in vigore alla fine del 1982, impongono una certa cautela nell'interpretare l'evoluzione di particolari aggregati. Uno dei fattori in atto pare tuttavia essere stata l'eccezionale domanda di moneta per fini precauzionali, analizzata trattando della velocità di circolazione della moneta nel Capitolo III. Con riferimento alla politica monetaria l'aspetto importante è che in definitiva tale domanda è stata in gran parte assecondata.

Considerati in una prospettiva temporale più estesa, i tassi di crescita degli aggregati ampi mostrati nel grafico risultano negli ultimi anni mediamente inferiori a quelli dei primi anni settanta in tutti i paesi considerati. Nella maggior parte di essi i tassi di espansione registrati dal 1979 sono stati anche in media più bassi di quelli raggiunti dopo la prima crisi petrolifera.

Nel 1979, allorché l'inflazione subì una nuova accelerazione, i tassi di crescita della quantità di moneta in senso ampio, misurati in termini reali, registrarono un forte calo, analogamente al 1974. Fra il 1979 e il 1981, in presenza di tassi d'inflazione ostinatamente elevati, per lunghi periodi i tassi di crescita monetaria in termini reali si mantennero bassi o addirittura negativi in tutti i paesi eccetto il

Quantità di moneta in senso ampio e PNL in termini nominali e reali

Variazioni su quattro trimestri, in percentuale.*



* Basate sulle medie trimestrali (dati di fine-trimestre per il Regno Unito) per la quantità di moneta (per Stati Uniti e Francia, M_2 ; per il Giappone, $M_2 + CD$; per Germania e Italia, M_3 ; per il Regno Unito PSL_2) e per i deflatori del PNL/PIL.

Giappone. Preannunciando una prolungata fase di recessione, la quantità di moneta in termini reali ha confermato la sua validità come indicatore di tendenza dell'andamento della produzione, anche se le relazioni causali sottostanti sono indubbiamente complesse. Altrettanto degno di nota è peraltro il forte incremento dei tassi deflazionati di espansione monetaria registrati lo scorso anno negli Stati Uniti, in Germania e in Francia. La variazione è stata particolarmente marcata per M_2 negli Stati Uniti, aggregato che in precedenza aveva mostrato una stretta correlazione con la susseguente evoluzione del PNL in termini sia nominali che reali.

Nel 1982 anche i tassi di espansione degli aggregati monetari ristretti hanno presentato in molti paesi una marcata accelerazione sotto l'influsso del calo dei tassi d'interesse. In parte a causa della loro nota reattività alle variazioni dei tassi d'interesse, e poiché la politica dei tassi d'interesse deve spesso essere impostata in funzione di obiettivi di tasso di cambio, nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale gli aggregati ristretti non sono mai stati considerati adatti come variabili di obiettivo. Negli Stati Uniti e in Canada, dove in passato l'attenzione della politica monetaria si era accentrata sulla quantità di moneta in senso stretto, lo scorso anno l'andamento di M_1 è divenuto così irregolare da rendere tale aggregato inadatto quale variabile di obiettivo. Come già rilevato nel Capitolo III, l'evoluzione degli strumenti per lo spostamento di fondi fra depositi a risparmio e conti detenuti a fini transattivi, unitamente alla comparsa di conti fruttiferi utilizzabili sia per effettuare transazioni sia per il deposito di risparmio a fini precauzionali, ha reso sempre più difficile l'individuazione di aggregati che rispecchino in modo esauriente la detenzione di moneta per scopi puramente transattivi.

Il quadro di base della politica monetaria. Ormai da molti anni le autorità impiegano itinerari prefissati di crescita degli aggregati monetari. In molti paesi essi sono stati pubblicati per la prima volta nella seconda metà del 1974 o agli inizi del 1975, poco dopo la prima crisi petrolifera. L'adozione di obiettivi quantitativi di crescita monetaria, essenzialmente finalizzati alla riduzione degli alti tassi di inflazione, rispecchiava il convincimento che, in un contesto fortemente inflazionistico, i segnali provenienti dai tassi d'interesse avrebbero potuto essere fuorvianti. Un'altra importante considerazione, in paesi come la Germania e la Svizzera, era che il passaggio ad un regime di tassi di cambio più flessibile avrebbe comportato l'eliminazione di un vincolo gravante anteriormente sulla politica monetaria. Si era ampiamente diffusa la convinzione che le precedenti politiche di gestione della domanda orientate alla crescita economica avessero contribuito ad alimentare l'inflazione e le aspettative inflazionistiche. Per contrasto, l'approccio basato sulla fissazione di obiettivi ebbe sin dall'inizio un'impostazione di medio periodo e gradualistica. Venne inoltre attribuita una notevole importanza agli effetti potenziali della politica monetaria sulle aspettative, pur ammettendo che la percezione di questo impatto avrebbe potuto non essere immediata. Una volta fissati, gli obiettivi vennero modificati soltanto di poco di anno in anno o abbassati progressivamente nell'arco di più anni, nella speranza che ciò avrebbe contribuito a scalzare le aspettative inflazionistiche.

Gli obiettivi in vigore, invariati o ancora in graduale diminuzione, divennero di fatto più stringenti dopo il secondo shock petrolifero. Inoltre, a partire dal 1979 vennero rese per certi aspetti più restrittive le procedure di fissazione degli obiettivi. Particolarmente significativo fu che nell'ottobre 1979, nell'intento di conseguire un controllo più serrato sui movimenti di breve periodo della massa monetaria, la Federal Reserve abbandonò le procedure che per la modifica dei tassi d'interesse richiedevano un consenso esplicito in seno all'Open Market Committee. Esse furono rimpiazzate da un approccio impostato piuttosto sul controllo delle riserve bancarie, lasciando liberi i tassi d'interesse del mercato monetario di fluttuare entro ampi margini. Successivamente si alternarono periodi di restrizione alla crescita delle riserve bancarie con fasi di relativo allentamento. Nel 1980, a seguito di un breve periodo di ricorso straordinario a controlli diretti sul credito, si produssero

Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi effettivi di crescita

Paesi e aggregati ¹	Obiettivi ² e (in corsivo) dati effettivi									
	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	
	crescita nel periodo ³ , in percentuale ⁴									
Stati Uniti M ₁	5-7½	4½-7½	4½-6½	4-6½	1½-4½	4-6½	6-8½	2½-5½	4-8	
	5,0	5,7	7,9	7,2	5,5	7,2	5,1	8,5		
	8½-10½	7½-10½	7-10	6½-9	5-8	6-9	6-9	6-9	7-10	
	9,6	10,9	9,8	8,7	8,3	9,0	9,4	9,2		
M ₂	10-12	9-12	8½-11½	7½-10	6-9	6½-9½	6½-9½	6½-9½	6½-9½	
	12,3	12,8	11,7	9,5	8,1	9,8	11,7	10,1		
CR	6½-9½	6-9	7-10	7-10	7½-10½	6-9	6-9	6-9	8½-11½	
	3,4	4,1	7,6	13,3	12,6	8,0	8,3	6,1		
Giappone M ₂ +CDs .	—	—	—	12-13	11	8	10	8	7	
	14,5	14,3	10,6	12,6	10,3	7,6	10,4	8,3		
Germania MBC . . .	8	8	8	8	6-9	5-8	4-7	4-7	4-7	
	9,9	9,3	9,0	11,4	6,4	4,8	3,5	6,0		
Francia M ₂	—	—	12½	12	11	11	10	12½-13½	9	
	18,2	12,9	13,9	12,2	14,4	9,8	11,4	12,0		
Regno Unito EM ₃ . . .	—	9-13	9-13	8-12	8-12	7-11	6-10	8-12	7-11	
	—	7,3	15,4	11,4	10,3	20,0	14,6	9,8		
	—	9,9	22,2	12,1	2,7	9,4	9,3	10,8	7-11	
PSL ₂	—	—	—	—	—	—	—	8-12	7-11	
	—	7,8	15,6	13,3	9,6	14,5	12,0	8,9		
Italia CTI	17½	17½	15	16	18½	17½	16	15½	18	
	25,4	19,9	17,8	20,9	18,5	18,5	18,1	20,8		
Paesi Bassi M ₂	—	—	10	7	8½	7½	6½	—	—	
	—	—	7,5	5,5	6,8	7,8	3,0	—	—	
Svizzera MBC . . .	—	—	—	—	—	4	4	3	3	
	6,8	3,0	3,5	16,6	6,8	-0,6	-0,5	2,6		
	4,0	7,8	5,4	16,6	8,5	-15,8	-3,6	2,9		
M ₁	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Canada M ₁	—	10-15	8-12	7-11	6-10	5-9	4-8	4-8	—	
	—	10,9	8,3	9,2	8,0	6,2	3,9 ⁵	3,5 ⁶		

¹ CR = aggregato rappresentativo del credito: credito bancario oppure (per il 1983) passività totali dei settori interni non finanziari; MBC = moneta della banca centrale; EM₃ = M₃ in sterline; PSL₂ = liquidità del settore privato; CTI = credito totale interno. Per gli Stati Uniti, aggregati ridefiniti nel 1980 e 1983; gli obiettivi e i tassi di crescita di M₁ per il 1980 e 1981 sono quelli relativi a M_{1b} non depurato degli effetti stimati delle innovazioni finanziarie. Per i Paesi Bassi gli obiettivi e i tassi di crescita effettiva per il 1980 e 1981 si riferiscono alla creazione di M₂ da parte dei settori interni. ² Per il Giappone, unicamente proiezioni; per la Francia (eccetto il 1978) e i Paesi Bassi (soltanto il 1979), massimali. Per l'Italia le percentuali sono basate sui massimali espressi in valori assoluti. ³ Periodi di obiettivo: quarto trimestre su quarto trimestre per Stati Uniti, Giappone (fino al 1982) e Germania (dal 1979); dicembre su dicembre per Italia (dal 1976), Francia (eccetto il 1983) e Germania (soltanto il 1975); medie annue per Svizzera (eccetto il 1980) e Germania (dal 1976 al 1978). Vari periodi iniziati in aprile (1976, 1977 e 1978), giugno (1979) e febbraio (1980, 1981 e 1982) per il Regno Unito, e nel secondo trimestre (1975 e 1979), febbraio-aprile (1976), giugno (1977 e 1978) e agosto-ottobre (1980) per il Canada. Per l'Italia e gli Stati Uniti gli obiettivi indicati per il 1975 si riferiscono a periodi iniziati rispettivamente in marzo e nel primo trimestre. Per il 1983 gli obiettivi sono basati su febbraio-marzo nel caso di M₂ negli Stati Uniti e su novembre-gennaio nel caso della Francia; per il Giappone è indicata la proiezione secondo trimestre su secondo trimestre. I tassi effettivi di crescita monetaria sono di regola calcolati per lo stesso periodo e sulla stessa base del corrispondente obiettivo. Nella tabella non compaiono gli obiettivi fissati per l'espansione del credito interno nel Regno Unito e per il credito totale in Italia relativamente a taluni periodi compresi fra il 1974 e il 1978, né tutte le fasce-obiettivo di espansione monetaria stabilite in periodi parzialmente sovrapposti di quattro trimestri negli Stati Uniti (prima del 1979) e in Giappone. ⁴ In ragione annua nel caso in cui il periodo è diverso dall'anno. ⁵ Fino al dicembre 1981. ⁶ Dicembre su dicembre.

fluttuazioni eccezionalmente ampie nella quantità di moneta, nei tassi d'interesse, nonché nel livello dell'attività economica. Allorché nel 1981 la produzione segnò una temporanea ripresa, la Federal Reserve contrastò una nuova accelerazione della crescita di M₁. I tassi d'interesse a breve si portarono allora rapidamente su livelli ancora più alti di quelli raggiunti nel 1980.

A partire dal 1979 è osservabile anche in altri paesi un indirizzo più restrittivo nel governo degli aggregati monetari e un inasprimento delle procedure di controllo. In particolare, le autorità in Germania, Regno Unito e Francia intraprendevano un'azione decisa per far scendere i tassi di espansione di determinati aggregati monetari a livelli più conformi agli itinerari annunciati oppure, nel caso della Germania, per mantenere l'evoluzione degli aggregati stessi entro la metà inferiore della fascia-obiettivo. In quest'ultimo paese un ulteriore forte aumento dei tassi d'interesse nei primi mesi del 1981, benché favorito dalla Bundesbank principalmente per contrastare il disavanzo esterno di parte corrente, si dimostrava compatibile con il mantenimento dell'espansione della moneta della banca centrale ad un tasso prossimo al limite inferiore della fascia-obiettivo. In Giappone nel 1980 il tasso di crescita di $M_2 + CD$ subiva un rallentamento per effetto dell'inasprimento dei massimali al credito stabiliti nel quadro della cosiddetta "window guidance". Tuttavia, la politica di rapido intervento per prevenire il formarsi di aspettative inflazionistiche si è basata probabilmente in misura maggiore su un deciso aumento del tasso di sconto della Banca del Giappone e su un comportamento responsabile da parte delle organizzazioni sindacali.

Nel Regno Unito il programma governativo di ridurre di anno in anno il tasso di espansione di M_3 in sterline nell'arco di un quinquennio, unitamente ai conseguenti limiti che ciò avrebbe presumibilmente posto al fabbisogno di finanziamento del settore pubblico, fu espresso in termini numerici nella "Strategia finanziaria a medio termine" pubblicata con il bilancio del marzo 1980. Le autorità presero altresì in considerazione l'introduzione di un sistema di controllo della base monetaria e apprestarono gli strumenti istituzionali ritenuti adatti ad un tale approccio in futuro. Di fatto tuttavia esse apportarono soltanto cambiamenti di minor conto alle loro procedure operative. Questi miravano principalmente a ridurre il ruolo dei meccanismi amministrativi nel controllo monetario e a lasciare più spazio all'azione delle forze di mercato nella determinazione dei tassi d'interesse. Successivamente si accrebbero fortemente i crediti bancari in sterline al settore privato, e per contenere l'espansione di M_3 in sterline divenne necessario un cospicuo finanziamento in eccesso del fabbisogno del settore pubblico (cfr. Capitolo III).

In nessun paese le aspettative inflazionistiche reagirono con prontezza all'annuncio delle autorità di voler frenare l'espansione monetaria. In effetti furono compiuti scarsi progressi verso un ritorno alla stabilità dei prezzi fino a quando non intervenne una flessione produttiva e l'economia non entrò in una fase di recessione. Nondimeno, in assenza di moderazione nelle rivendicazioni salariali o di un'efficace azione per affrontare gli ampi disavanzi di bilancio presenti e futuri, la disciplina monetaria assunse allora il ruolo di principale baluardo contro un ritorno dell'inflazione. I mercati sono rimasti fortemente sensibili a qualsiasi segno di eventuale rilassamento nella determinazione delle autorità a mantenere in atto un indirizzo monetario restrittivo.

Le autorità monetarie di taluni paesi hanno incontrato una certa difficoltà nel rafforzare la credibilità della loro azione. In effetti, è variato notevolmente da paese a paese il tempo necessario affinché si stabilisse una fiducia nella risolutezza dell'azione di politica monetaria. In Giappone, dove il clima inflazionistico era stato efficacemente posto sotto controllo immediatamente dopo la seconda crisi petrolifera, ebbe luogo fin dal 1980 un certo allentamento delle condizioni

monetarie, mentre in Germania un processo analogo poté iniziare nel 1981, allorché la bilancia dei pagamenti correnti mostrò segni di miglioramento. Per contro, negli Stati Uniti la svolta è intervenuta soltanto nel corso del 1982, e anche in seguito la politica monetaria ha dovuto ulteriormente tener conto dei timori del mercato circa le prospettive dei prezzi nel piú lungo periodo.

Il passaggio ad una maggiore flessibilità. La pervicacia delle aspettative inflazionistiche ha chiaramente richiesto coerenza e determinazione nelle strategie di politica economica. In pari tempo essa ha acuito le pressioni economiche e finanziarie derivanti dal rallentamento dell'espansione della moneta, e di queste pressioni si è dovuto tener conto nell'attuazione della politica monetaria. Negli Stati Uniti, in particolare, rimaneva vivido il ricordo di passate esperienze in cui si era permessa un'eccessiva formazione di liquidità nell'economia. Tuttavia, alla luce della grave recessione mondiale, accompagnata da indicazioni di fragilità finanziaria a livello interno e internazionale, vi erano nuovi pericoli da tener presenti. Se in tali circostanze non si fosse parzialmente assecondata la crescente domanda di liquidità e non si fossero allentate le tensioni nella sfera dei tassi d'interesse, le forze deflazionistiche avrebbero potuto intensificarsi rapidamente su scala internazionale. In alcuni paesi, inoltre, la risposta della politica monetaria ha dovuto essere formulata e spiegata in un contesto in cui il sorgere di tutta una serie di nuovi strumenti finanziari stava modificando radicalmente le relazioni fondamentali fra le varie forme di detenzione della moneta.

Benché con le strategie di fissazione degli obiettivi si intendesse in via primaria assicurare una continuità nell'azione della politica monetaria, la loro formulazione prevedeva taluni elementi di flessibilità, in parte per ragioni tecniche, ma anche per lasciare un certo margine che permettesse di adattare la gestione della moneta al mutare delle condizioni congiunturali e/o esterne. Parte di questa flessibilità era tuttavia andata perduta, soprattutto negli Stati Uniti, allorché le procedure di controllo erano state inasprite. In certa misura era stato previsto che sarebbero potute sorgere difficoltà, fra cui perturbazioni finanziarie di origine sia esterna che interna. Ad esempio, si ammetteva generalmente che gli sforzi per conseguire un controllo piú stretto sui movimenti nel breve periodo degli aggregati avrebbero potuto accompagnarsi ad una maggiore instabilità dei tassi d'interesse sul mercato monetario. Era comunque assai improbabile che qualcuno potesse prevedere l'ampiezza delle fluttuazioni dei tassi d'interesse effettivamente prodottesi sui mercati americani o fosse in grado di valutare appieno in quale misura le innovazioni finanziarie si sarebbero ripercosse sugli aggregati monetari negli Stati Uniti. E' vero che nella maggior parte degli altri paesi le circostanze erano meno sfavorevoli, ma non va dimenticato che le procedure di controllo erano rimaste meno rigide.

Nella misura in cui trovava piú ampio riconoscimento l'indirizzo fondamentalmente antinflazionistico delle loro politiche e dato il progressivo rallentamento dell'inflazione, le autorità monetarie hanno potuto tenere maggiormente conto della debolezza dell'economia nelle strategie di controllo degli aggregati. In particolare, nel fissare gli obiettivi per il 1982 i paesi si sono astenuti dal proseguire gli sforzi compiuti negli anni precedenti per conseguire una riduzione dei tassi di espansione monetaria e, in alcuni casi, hanno innalzato i limiti delle fasce-obiettivo. All'inizio del 1982 la Bundesbank e la Federal Reserve hanno segnalato che sarebbero state disposte a consentire un'espansione degli aggregati a

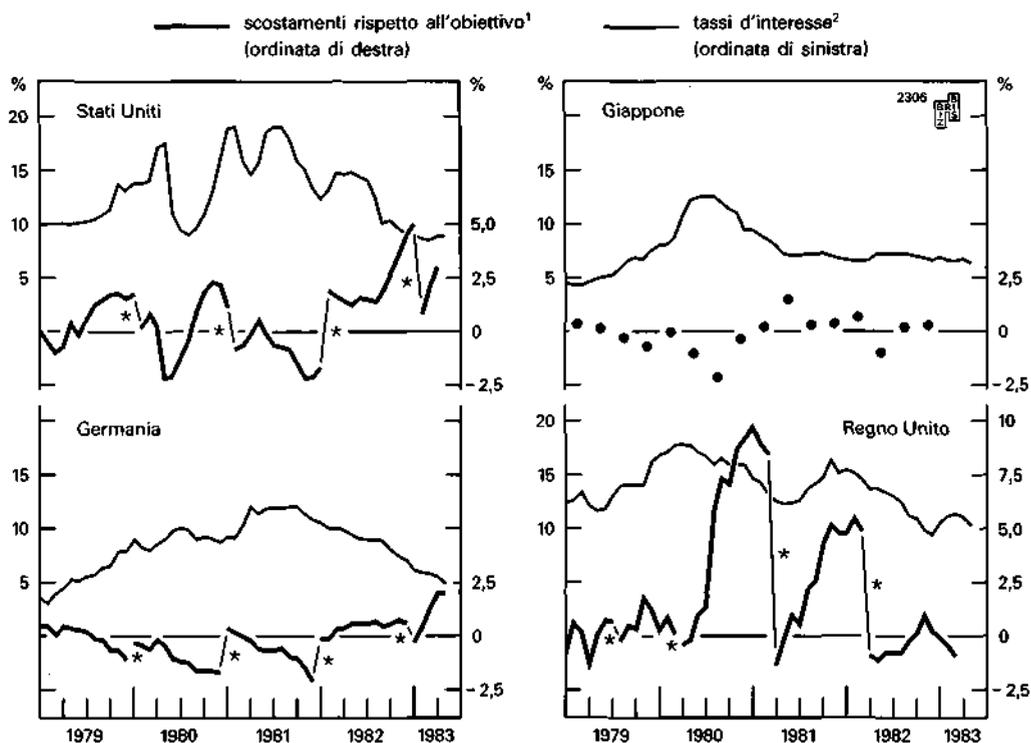
tassi situati nella parte superiore delle fasce-obiettivo, riservandosi in entrambi i casi di sottoporre tali fasce ad una revisione a metà anno. Nel Regno Unito la priorità assoluta precedentemente accordata dalle autorità alla riduzione della crescita di M_3 in sterline le aveva costrette ad accettare un considerevole apprezzamento della sterlina. Nel discorso di presentazione del bilancio del marzo 1982, il Cancelliere ha annunciato per il 1982-83 un innalzamento dell'intervallo di crescita della quantità di moneta rispetto a quanto previsto nella Strategia finanziaria a medio termine pubblicata un anno prima. Inoltre, sullo sfondo delle crescenti incertezze circa la rappresentatività di M_3 in sterline in presenza di una forte espansione del credito bancario al settore privato, il Cancelliere ha comunicato che la nuova fascia-obiettivo si sarebbe applicata anche ad altri due aggregati, ossia a M_1 e alla liquidità del settore privato (PSL_2), soggiungendo che in futuro l'evoluzione monetaria sarebbe stata interpretata tenendo in maggior conto gli andamenti di altre variabili finanziarie, fra cui il tasso di cambio e i tassi d'interesse in termini nominali e reali.

Nel corso del 1982 si distinguono diversi momenti-chiave nell'evoluzione della politica monetaria degli Stati Uniti. Riconoscendo che la rapida crescita di M_1 nei primi mesi dell'anno poteva rispecchiare un comportamento eccezionalmente cautelativo da parte dell'economia, l'Open Market Committee della Federal Reserve decideva in marzo di valutare gli scostamenti di M_1 rispetto alla proiezione di breve periodo dell'obiettivo avendo maggiormente riguardo all'andamento di M_2 . In giugno il Comitato ha ritenuto che, nella situazione di incertezza e di turbolenza presente sul mercato, si sarebbe dovuto temporaneamente tollerare uno sconfinamento di tutti gli aggregati rispetto al limite superiore delle fasce-obiettivo. In luglio tale conclusione veniva riferita al Congresso dal Presidente del Federal Reserve Board.

In maggio e giugno le difficoltà incontrate da due intermediari finanziari di secondaria importanza scuotevano il mercato dei titoli di Stato; dopo la metà dell'anno, si registravano i fallimenti della Penn Square National Bank, della Abilene National Bank e del Lombard Wall, un istituto specializzato in operazioni su titoli di Stato. Le difficoltà economiche del Messico nel corso dell'estate richiamavano l'attenzione sull'esposizione internazionale delle banche statunitensi, in un momento in cui i dissesti di imprese nazionali non bancarie rendevano necessari maggiori accantonamenti a fronte dei rischi di inesigibilità dei crediti concessi all'interno. In seguito, nel contesto di un effettivo fabbisogno di maggiore liquidità si è delineata in prospettiva una forte espansione degli aggregati monetari dovuta soprattutto alle innovazioni finanziarie. Un elemento di incertezza era il modo in cui sarebbe stato reimpiegato un ingente volume di fondi investiti in certificati di risparmio di limitato ammontare ("all-savers certificates") beneficianti di agevolazioni fiscali, che erano stati autorizzati in via eccezionale l'anno prima a sostegno degli istituti di risparmio e che sarebbero giunti a scadenza in ottobre. Parimenti imprevedibile era la reazione dei risparmiatori ai nuovi conti di deposito del mercato monetario e ai conti "super NOW" (ordini negoziabili di prelievo) che le banche erano state autorizzate ad offrire, senza limitazione di tasso d'interesse, rispettivamente dal dicembre 1982 e dal gennaio 1983. Quanto agli elementi positivi, continuava il rallentamento dell'inflazione, e i bruschi cali dei tassi d'interesse in luglio e agosto costituivano un'indicazione del fatto che le aspettative inflazionistiche cominciavano alfine a regredire.

E' in tale contesto che in ottobre il Presidente della Federal Reserve annunciava che al momento il Sistema non aveva altra alternativa che attribuire meno importanza rispetto al passato ai movimenti di M_1 . Infatti, nella seduta di ottobre dell'Open Market Committee venivano fissati obiettivi monetari a breve termine soltanto per gli aggregati più ampi. Poiché M_1 era l'unico aggregato pubblicato su base settimanale, ciò equivaleva a porre fine alle esagerate reazioni del mercato ai movimenti di brevissimo periodo della quantità di moneta. Anche l'evoluzione su base mensile ha cominciato ad essere interpretata con maggiore cautela.

Scostamenti della quantità di moneta dai valori mediani di obiettivo e tassi d'interesse



* Revisione dell'obiettivo.

¹ Per gli Stati Uniti, $M_{1A}-M_{1B}$; per la Germania, moneta della banca centrale; per il Giappone, $M_2 + CD$; per il Regno Unito, M_3 in sterline; per il Giappone, variazioni su quattro trimestri rispetto alle proiezioni ufficiali. ² Per gli Stati Uniti, tasso sui Federal funds; per il Giappone, denaro a vista; per Germania, tasso interbancario a brevissimo termine; per il Regno Unito, tasso interbancario a tre mesi.

Fra ottobre e dicembre è calato ancora gradualmente il tasso sui Federal funds, e la Federal Reserve ha abbassato progressivamente i tassi di sconto. Intervendo in un periodo in cui tutti gli aggregati monetari stavano crescendo a tassi ben al disopra dei limiti superiori delle rispettive fasce-obiettivo, il calo dei tassi d'interesse ha segnato una netta svolta nella relazione di breve periodo che si era mantenuta nei precedenti tre anni. Fin dal passaggio alla politica di controllo delle riserve bancarie nell'autunno del 1979, i tassi d'interesse venivano sottoposti a forti spinte al rialzo - nell'aspettativa di un'azione correttiva da parte delle autorità - ogniqualvolta i tassi di espansione della quantità di moneta in senso ristretto si portavano anche di poco al disopra del valore mediano della fascia-obiettivo. In altri paesi, dove le autorità non si erano prefissate di mantenere i tassi di espansione monetaria così strettamente

in linea con gli obiettivi nel breve periodo, l'evoluzione della massa monetaria e dei tassi d'interesse è stata alquanto diversa. Conformemente alle tradizionali relazioni della domanda di moneta — ma anche di riflesso ad altri fattori, sia interni che esterni — la presenza di elevati tassi d'interesse si è generalmente associata a bassi tassi di espansione monetaria in rapporto ai valori di obiettivo. Un'eccezione è riscontrabile nel Regno Unito, dove le difficoltà incontrate nel 1980 e 1981 nel controllo di M_3 in sterline erano in parte imputabili alla complessa influenza esercitata dagli alti tassi d'interesse sulla domanda di questo aggregato ampio. I tassi d'interesse erano pur tuttavia rimasti assai meno instabili di quelli del mercato monetario statunitense.

Negli Stati Uniti i nuovi obiettivi di espansione monetaria per il 1983 annunciati in febbraio comportano una modifica degli intervalli di crescita fissati per M_1 e M_2 , nonché della base per misurare l'espansione di M_2 . Queste variazioni sono state concepite in vista di eventuali ulteriori spostamenti di fondi e del protrarsi del comportamento atipico della velocità di circolazione della moneta durante la prevista ripresa economica. Per la prima volta è stato anche pubblicato un intervallo di valori indicante le proiezioni della Federal Reserve circa l'evoluzione di un aggregato ampio del credito (indebitamento complessivo dei settori interni non finanziari). Per tutti gli obiettivi era prevista una revisione entro tre mesi; nel frattempo si sarebbe continuato a porre l'accento su M_2 . Nei primi mesi di quest'anno tutti gli aggregati si sono mossi al disopra delle rispettive fasce-obiettivo. I mercati, benché assai più pacati che prima dell'ottobre 1982, sono rimasti sensibili a qualsiasi elemento che possa indicare un ritorno della Federal Reserve ad un indirizzo più restrittivo nella gestione dell'offerta di riserve bancarie.

In Germania e in Svizzera gli obiettivi di espansione monetaria per il 1983 sono stati posti agli stessi livelli di quelli stabiliti per il 1982. Nel Regno Unito la nuova fascia-obiettivo annunciata in marzo è più bassa della precedente, ma risulta in linea con quanto previsto nella Strategia finanziaria a medio termine pubblicata un anno prima. In Francia l'obiettivo per il 1983 ha rispecchiato il generale inasprimento della politica economica in presenza di un ampio disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti dovuto a un'evoluzione della domanda aggregata in Francia non in sintonia con l'andamento all'estero. In Italia, dove lo scorso anno il massimale all'espansione del credito totale interno è stato superato in quanto il fabbisogno finanziario del settore pubblico è risultato assai più ampio del previsto, l'obiettivo per il 1983 comporta un sensibile rallentamento nel tasso di crescita di questo aggregato ampio del credito.

Le prospettive a breve termine della fissazione di obiettivi. Il fatto che l'applicazione di regole per l'espansione monetaria non sarebbe di per sé bastata a stabilizzare un quadro economico alterato e che le regole stesse avrebbero dovuto subire aggiustamenti al verificarsi di shock e di eventi perturbatori non era del tutto inatteso. Le strategie di controllo degli aggregati monetari sono state di norma ispirate dal più modesto intento di accrescere la trasparenza degli obiettivi della politica monetaria, di superare un'eventuale tendenza a ritardare gli aggiustamenti dei tassi d'interesse ufficiali, e di far in modo che si tenesse adeguatamente conto degli obiettivi di stabilizzazione di medio periodo. Pur con tali limiti, l'attuazione di queste strategie si è talvolta dimostrata inaspettatamente difficile, e durante lo scorso anno le condizioni in cui esse hanno dovuto operare si sono fatte particolarmente complesse.

Nel corso degli anni gli sforzi per applicare le politiche di stabilizzazione degli aggregati monetari si sono scontrati con impreviste difficoltà di vario genere. In conseguenza di perturbazioni di origine esterna, nell'ultimo decennio tutti i paesi hanno dovuto far fronte a shock dal lato dell'offerta che hanno ridotto il potenziale di crescita produttiva e reso più difficile il processo di aggiustamento. La domanda di moneta è intrinsecamente instabile nel breve periodo, e in alcuni paesi essa ha mostrato ampie variazioni in connessione con mutamenti nella preferenza per la liquidità sul piano interno, oppure con spostamenti nella domanda delle diverse valute a livello internazionale. Pur non trattandosi di un fenomeno generale, va osservato che in alcuni paesi vi sono stati rapidi mutamenti nei sistemi dei pagamenti e nella struttura dell'intermediazione, in parte derivanti da modifiche del quadro normativo o da innovazioni finanziarie. Negli ultimi tempi problemi di questo genere si sono posti in modo particolarmente acuto negli Stati Uniti. Inoltre, la recessione, accompagnata da squilibri finanziari e sopraggiunta in un momento in cui la battaglia contro l'inflazione era vinta soltanto a metà, ha reso assai più complessa una valutazione oggettiva delle esigenze della situazione. Di conseguenza è divenuto molto più problematico l'intero approccio basato sulla fissazione di obiettivi.

In alcuni paesi i meccanismi di tale approccio erano abbastanza flessibili da permettere una risposta discrezionale alla maggior parte delle difficoltà che potevano insorgere. Si è potuto tener conto in certa misura di variazioni congiunturali nella velocità di circolazione della moneta nel fissare i valori di obiettivo; gli scarti in eccesso o in difetto rispetto agli obiettivi in un determinato periodo hanno potuto essere incorporati nella base per il periodo successivo, e i periodi stessi hanno potuto essere scelti in modo da escludere eventuali distorsioni. Il problema dell'instabilità di breve periodo della domanda di moneta ha potuto essere affrontato in modo soddisfacente impiegando fasce-obiettivo anziché valori singoli, oppure adottando una misurazione dell'evoluzione monetaria in termini di medie annue o trimestrali e una sua valutazione su periodi non inferiori all'anno.

Nei casi in cui i meccanismi esistenti non erano tali da poter assorbire le perturbazioni, i paesi sono stati generalmente in grado di usare ulteriormente gli aggregati come variabili di obiettivo o come indicatori delle condizioni monetarie apportando le necessarie modifiche nella formulazione degli obiettivi. Al verificarsi di brusche variazioni della domanda di particolari aggregati si è potuto talvolta giudicare più adatta una differente variabile di obiettivo, oppure gli obiettivi di crescita hanno potuto essere applicati ad una gamma di aggregati. Nella maggior parte dei casi le ragioni del cambiamento sono state spiegate dalle autorità ed hanno potuto essere recepite dal mercato. Ben inteso, ciò non era probabilmente possibile laddove ci si aspettava che perdurassero i fattori responsabili delle distorsioni in un determinato aggregato e non poteva essere individuata una valida alternativa come variabile di obiettivo. In circostanze di questo tipo lo scorso anno in Canada si è cessato di fissare un obiettivo in termini di M_1 ; tuttavia prosegue lo studio per la definizione di un aggregato più adatto.

Un elemento determinante a favore dell'ulteriore impiego degli aggregati monetari come cardine della politica di stabilizzazione è stata la consapevolezza dei problemi ancora maggiori connessi agli approcci di tipo diverso. Gli andamenti del PNL nominale, degli aggregati ampi del credito, dei tassi di cambio e — aldilà del brevissimo periodo — dei tassi d'interesse nominali e reali sono tutti influenzati da

molti fattori estranei alla politica monetaria e non si prestano sempre a uno stretto controllo da parte della banca centrale. Il livello e la struttura dei flussi creditizi possono essere altrettanto soggetti a imprevedibili cambiamenti quanto la dimensione e la composizione delle attività finanziarie detenute dal pubblico. Inoltre, come indicatori o come obiettivi intermedi di politica monetaria i tassi d'interesse nominali e reali presentano altre, ben note carenze.

Data questa situazione, le autorità monetarie di molti paesi hanno continuato a considerare le politiche imperniate sulla stabilizzazione nel medio periodo degli aggregati monetari come l'approccio nel complesso più efficace per una politica economica di stabilizzazione. Negli Stati Uniti, dove negli ultimi tempi si sono decisamente accentuate le difficoltà pratiche connesse all'interpretazione dei movimenti di taluni aggregati, la Federal Reserve ha continuato ad adoprarsi con ogni mezzo per sormontare questi ostacoli. Nel Regno Unito, nonostante che nel corso degli anni influssi di vario genere abbiano distorto i segnali forniti dall'andamento degli aggregati monetari, la "Strategia finanziaria a medio termine" del governo per il controllo dell'inflazione è ancora incentrata su un approccio flessibile in termini di obiettivi di crescita per gli aggregati monetari. Anche in Germania e in Svizzera le autorità permangono dell'avviso che soltanto una coerenza nel tempo della politica monetaria, quale si esprime nell'approccio basato sugli obiettivi può creare le condizioni necessarie per la stabilità dei prezzi e per una crescita equilibrata nel medio periodo. In questi paesi il ritmo delle innovazioni finanziarie è stato contenuto, la concezione degli obiettivi è sempre stata flessibile e le autorità non hanno mai inteso controllare troppo strettamente i movimenti di breve periodo della massa monetaria. In Francia l'obiettivo monetario contribuisce a fornire un quadro di riferimento per l'azione restrittiva concernente il bilancio pubblico, i redditi, il risparmio e il credito, necessaria per ristabilire l'equilibrio interno ed esterno dell'economia.

Tuttavia, vi è stata la crescente consapevolezza che la complessità dei meccanismi attraverso i quali la politica monetaria interagisce con l'economia implica che le autorità debbano spesso tenere presente una molteplicità di indicatori finanziari e seguire con attenzione le reazioni dell'economia. Vi è motivo di sperare che gli approcci di tale tipo, che contengono elementi di continuità e di discrezionalità, si dimostrino compatibili con il controllo dell'inflazione, nonché con il sostegno alla ripresa economica. E' improbabile che tale compatibilità si riveli realizzabile nel lungo periodo se non è consentita una certa flessibilità nell'attuazione della politica monetaria nel breve periodo.

Il tasso d'interesse e il tasso di cambio come obiettivi della politica monetaria

Il quadro di base. Mentre sono stati ampiamente discussi i problemi sollevati dalle politiche di controllo degli aggregati monetari, si è spesso trascurato di analizzare in quale misura negli ultimi anni le politiche dei tassi d'interesse sono state finalizzate al conseguimento di obiettivi di tasso di cambio. Di fronte alla seconda crisi petrolifera e al successivo forte apprezzamento del dollaro, numerosi paesi adattarono la politica del mercato monetario soprattutto al fine di contrastare le pressioni al ribasso sulla propria moneta nei mercati dei cambi. La ragione principale era l'acuita consapevolezza delle conseguenze insite nell'alto grado di

apertura delle economie e nella rigidità dei sistemi di fissazione dei salari, caratterizzati o no da meccanismi ufficiali di indicizzazione. La concomitanza di questi fattori esponeva i paesi al rischio che un eccessivo deprezzamento della propria moneta, anziché contribuire a sostenere la competitività e l'occupazione, avrebbe invece innescato una spirale salari-prezzi che la politica monetaria avrebbe infine dovuto assecondare.

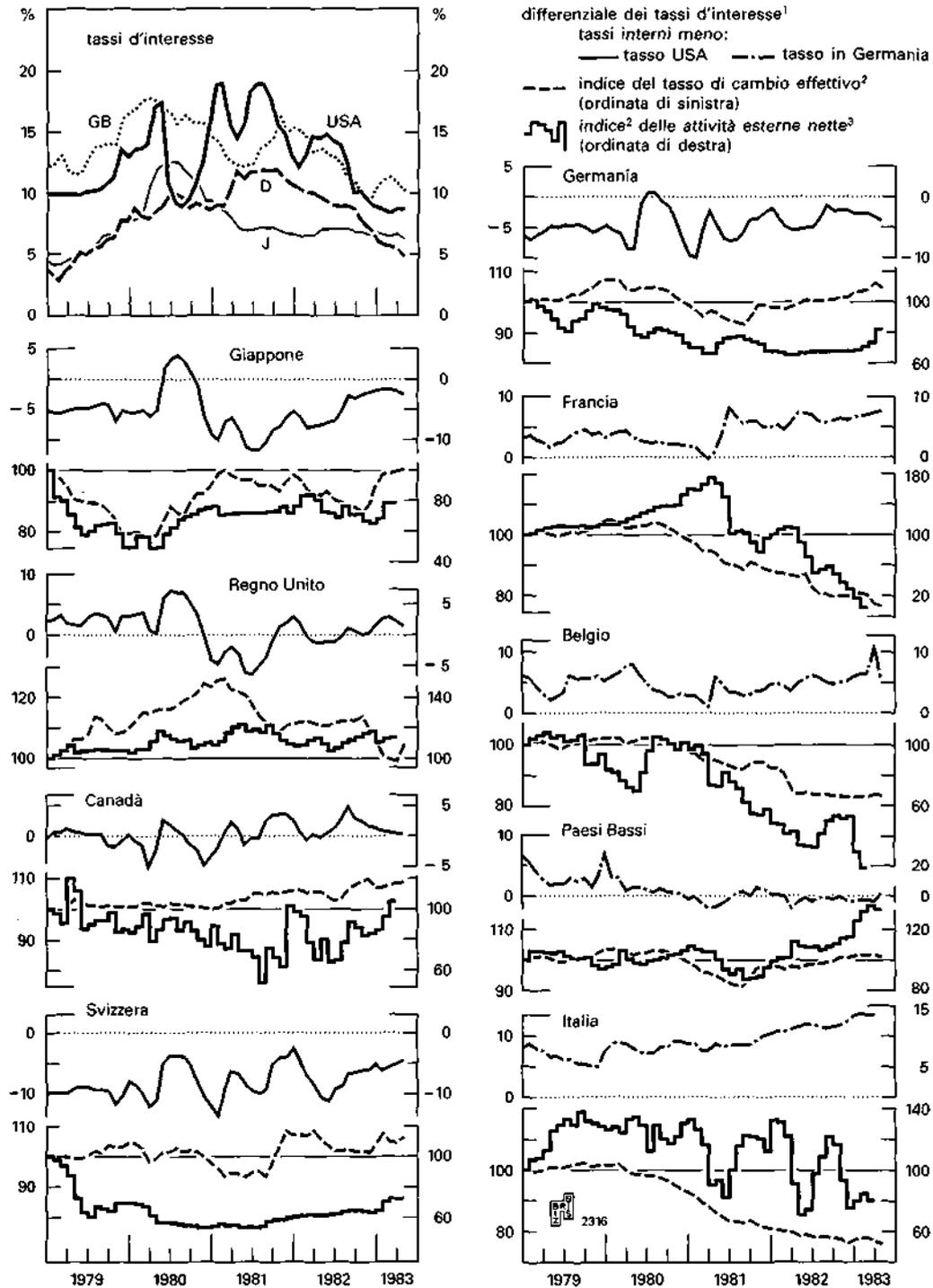
Gli obiettivi di tasso di cambio non devono necessariamente essere ufficiali o vincolanti. In un mondo caratterizzato da cambi fluttuanti fra le principali monete, molti paesi hanno ritenuto utile tentare semplicemente di limitare un deprezzamento troppo rapido della propria moneta in termini di tasso effettivo. Gli obiettivi erano ovviamente molto più specifici nel caso di quei paesi europei che avevano deciso, in considerazione dell'importanza dei reciproci legami politici e commerciali, di istituire il Sistema monetario europeo. Fra i diversi scopi a cui si riteneva dovessero servire gli impegni ad esso connessi, occupava un ruolo preminente quello del controllo dell'inflazione. Per alcuni di questi paesi gli obiettivi di tasso di cambio sono divenuti in effetti il cardine delle politiche di stabilizzazione dei prezzi, nonché della politica monetaria.

Intesa come obiettivo immediato di politica monetaria, la stabilizzazione dei tassi di cambio bilaterali può costituire un'opzione attraente nelle economie confinanti con un grande paese relativamente stabile. Nel tentativo di stabilizzare l'andamento della propria moneta in rapporto al marco tedesco, alcuni paesi europei hanno potuto far sí che il tasso d'inflazione relativamente basso della Germania esercitasse una certa azione di contenimento sugli elevati tassi tendenziali d'incremento dei prezzi all'interno. Essi hanno forse anche sperato che si sarebbe tenuto conto degli impegni assunti in termini di tasso di cambio nelle contrattazioni salariali e nel processo di fissazione dei prezzi.

Politiche imposte sui tassi di cambio nel periodo di ascesa dei tassi d'interesse.
Di fronte alle ampie oscillazioni dei tassi d'interesse negli Stati Uniti le banche centrali di altri importanti paesi si sono costantemente sforzate di limitare le fluttuazioni dei tassi sui rispettivi mercati monetari. Al tempo stesso esse hanno dovuto muoversi "contro corrente" sui mercati dei cambi. Come si può osservare nel grafico a pagina 85, i differenziali fra i tassi del mercato monetario negli Stati Uniti e quelli in Giappone, Germania e Svizzera, in particolare, presentano ampie oscillazioni nel periodo che va dagli ultimi mesi del 1979 a metà 1981, le quali rispecchiano principalmente i movimenti dei tassi d'interesse americani. Data la possibilità che le varie fasi di ascesa dei tassi d'interesse negli Stati Uniti fossero rapidamente neutralizzate da movimenti contrari, le autorità monetarie degli altri paesi hanno soprattutto cercato di limitare gli aumenti dei tassi d'interesse sui rispettivi mercati nazionali, ma così facendo hanno accettato di subire forti perdite nette di riserve valutarie nell'intento di moderare il deprezzamento esterno della propria moneta. Esse sono state tuttavia disposte a favorire un'ascesa dei tassi del mercato monetario interno nella misura in cui questa era giudicata necessaria per tenere sotto controllo l'inflazione e, come nel caso della Germania, per contribuire a fronteggiare lo squilibrio fondamentale della bilancia dei pagamenti correnti.

L'adozione di una siffatta politica in Germania ha determinato un profilo abbastanza stabile dei tassi d'interesse al quale hanno potuto far riferimento gli altri

Differenziali dei tassi d'interesse a breve, tassi di cambio e attività nette sull'estero delle banche centrali



¹ Basati sulle medie mensili delle rilevazioni giornaliere dei tassi a vista o a brevissimo termine, tranne che per Belgio e Svizzera (a un mese), e Regno Unito (tre mesi). Tassi eurovalutari per Belgio e Svizzera; tassi del mercato monetario interno per gli altri paesi. ² Dicembre 1978 = 100. ³ Variazioni cumulative basate sui valori delle transazioni in termini di moneta nazionale. Escluse, nel caso di Germania e Svizzera, le operazioni di swap e di cessione temporanea di divise con le banche nazionali. Per il Regno Unito e il Canada, riserve ufficiali. Scala dimezzata per la Francia.

paesi nel determinare i propri tassi del mercato monetario. Nell'intento di rispettare gli obiettivi di tasso di cambio molti altri paesi europei, pur effettuando in diverse occasioni cospicui interventi sul mercato dei cambi, hanno fatto leva principalmente su un'azione diretta a favorire variazioni dei tassi d'interesse sul mercato monetario, con il sostegno in taluni casi di misure di controllo valutario.

Nel quadro di questa strategia alcuni paesi europei hanno di fatto scelto una via intermedia. Essi hanno potuto evitare fluttuazioni di breve periodo dei tassi di cambio della propria moneta rispetto a quelle dei principali *partners* commerciali — anche se non nei confronti del dollaro — mantenendo al tempo stesso i tassi d'interesse interni più stabili di quelli degli Stati Uniti. Tuttavia in Europa i tassi d'inflazione continuavano a divergere ampiamente e i paesi per la cui moneta il mercato prevedeva una possibile svalutazione sono stati costretti per la maggior parte del tempo a mantenere i tassi del mercato monetario nazionale su livelli relativamente elevati e a sospingerli ancora più in alto ogniqualvolta sembravano farsi più minacciose le pressioni per un riallineamento dei tassi di cambio. Gli spostamenti di fondi da o verso il dollaro hanno normalmente esercitato l'impatto diretto maggiore su Germania e Svizzera, ma anche altri paesi hanno dovuto tenerne conto nelle politiche dei tassi d'interesse, nella misura in cui si sono originate tensioni nei rapporti di cambio fra le monete europee. La relativa stabilità dei tassi d'interesse in alcuni paesi europei e dei tassi di cambio all'interno dell'Europa ha potuto essere ottenuta soltanto a prezzo di ampie fluttuazioni dei tassi di cambio rispetto al dollaro, le cui conseguenze inflazionistiche sono andate ben oltre l'importanza relativa dei vincoli commerciali con gli Stati Uniti, in quanto sul mercato mondiale i prezzi di molti prodotti primari, fra cui il petrolio, sono fissati in dollari. Una linea intermedia è stata altresì seguita in Canada, adattando i tassi d'interesse del mercato monetario al fine di limitare le variazioni del tasso di cambio del dollaro canadese rispetto al dollaro USA, sebbene ciò abbia comportato un marcato apprezzamento in termini reali nei confronti delle altre monete.

Benché l'azione per attenersi agli obiettivi di tasso di cambio abbia talvolta reso necessari bruschi aumenti dei tassi del mercato monetario, nella maggior parte dei paesi europei le banche centrali hanno mantenuto una notevole influenza sull'andamento dei tassi d'interesse a breve. Nel guidare i tassi del mercato monetario verso livelli più alti esse hanno inoltre cercato di smorzare l'impatto dell'aumento sulla dinamica più generale dei tassi d'interesse nell'economia interna. Senza apportare variazioni al tasso ufficiale di sconto e al tasso sulle anticipazioni, che sarebbero state recepite come un segnale per l'aggiustamento dei tassi applicati sul credito erogato alle imprese e alle famiglie, le autorità monetarie hanno agito nel senso di limitare l'accesso delle banche a questi tradizionali tipi di rifinanziamento presso la banca centrale. Il fabbisogno residuale di liquidità delle banche ha potuto essere soddisfatto ricorrendo a linee di credito speciali ed a strumenti del mercato con tassi d'interesse che potevano, se necessario, essere manovrati in modo abbastanza flessibile, senza generare ripercussioni importanti sulla determinazione dei tassi negli altri segmenti del mercato. In Germania l'anticipazione ordinaria su titoli è stata sostituita nel febbraio 1981 da un'anticipazione speciale e il tasso applicato a tale forma di rifinanziamento è servito da ancora per i tassi a brevissimo termine durante gran parte della successiva fase di alti tassi d'interesse. In Germania, Svizzera, Paesi Bassi e Italia le banche centrali hanno fatto largamente ricorso a operazioni di *swap* in valuta, a cessioni temporanee di titoli ed a crediti speciali con

tassi d'interesse collegati al mercato. Altri tipi di procedure per fornire liquidità alle banche a tassi prontamente adattabili al mutare delle condizioni sul mercato dei cambi sono stati introdotti nel 1980 e 1981 in Francia e Belgio. In alcuni di questi paesi sono stati altresì adottati provvedimenti amministrativi in materia di tassi d'interesse per schermare i tassi sugli impieghi e sui depositi dagli impulsi provenienti dal mercato monetario. Va rilevato che in un certo numero di casi il ruolo maggiore nella restrizione del credito erogato all'economia interna è stato svolto dai massimali all'espansione del credito.

Reazioni dei tassi d'interesse in un contesto di tassi d'inflazione calanti. Una volta iniziata la fase calante dell'inflazione la politica monetaria nei paesi europei e in Giappone ha potuto essere adattata allo scopo di favorire una flessione dei tassi d'interesse.

Come si può osservare nel grafico, la fase di declino e quella precedente di ascesa dei tassi d'interesse sono state per certi aspetti asimmetriche. In primo luogo, dopo la metà del 1981 è diminuita nettamente l'ampiezza delle oscillazioni dei differenziali fra i tassi del mercato monetario USA e quelli della maggior parte degli altri paesi. In secondo luogo, il calo dei tassi d'interesse avvenuto nel 1980 in Giappone e nel 1981-82 in Germania e Svizzera – nel contesto di più forti posizioni esterne di parte corrente – ha avuto un andamento relativamente più piano. Nel frattempo non vi sono state variazioni di rilievo nelle attività nette sull'estero delle banche centrali di questi paesi, le rispettive monete si sono progressivamente rafforzate e i differenziali fra i tassi d'interesse nominali a breve di questi paesi e quelli del mercato monetario USA si sono gradualmente ristretti.

In Germania il calo dei tassi del mercato monetario è stato guidato mediante operazioni ufficiali di mercato aperto cautamente adattate alle condizioni sul mercato dei cambi. Ad ogni sua fase il processo è stato sostenuto da riduzioni del tasso ufficiale di sconto e del tasso sulle anticipazioni. In pari tempo anche nei Paesi Bassi e in Svizzera vi è stato un graduale abbassamento dei tassi attivi della banca centrale, in stretta sincronia con le variazioni effettuate in Germania. Differenti sviluppi si sono avuti invece nei paesi europei con posizioni esterne più deboli. In Francia e in Belgio il processo di abbassamento dei tassi d'interesse ha dovuto più volte essere interrotto, e in Italia i tassi del mercato monetario sono stati mantenuti a livelli molto elevati. La relativa debolezza delle posizioni esterne di questi paesi si è rispecchiata chiaramente nell'evoluzione delle attività nette sull'estero delle banche centrali e nel calo del tasso di cambio effettivo delle rispettive monete. Lo scorso anno le autorità del Regno Unito hanno accettato di buon grado una certa flessione del tasso di cambio della sterlina, considerato il suo precedente forte apprezzamento; tuttavia la politica dei tassi d'interesse è stata adattata al fine di moderare l'entità e il ritmo dell'aggiustamento.

Alcuni paesi, dato il progresso compiuto nel ridurre gli squilibri interni ed esterni, lo scorso anno hanno ritenuto di poter favorire un sensibile calo dei tassi d'interesse senza incorrere nel pericolo che la propria moneta fosse sottoposta a pressioni al ribasso sul mercato dei cambi. I prezzi del petrolio espressi in dollari avevano iniziato a calare e per alcuni paesi, fra cui la Germania, anche un deprezzamento della moneta rispetto al dollaro poteva ora essere visto con minore preoccupazione nella misura in cui il suo impatto sul tasso di cambio effettivo era controbilanciato da un apprezzamento rispetto ad altre monete.

Il margine di manovra della politica monetaria

Nel 1982 sono stati compiuti considerevoli progressi verso un ritorno alla stabilità dei prezzi e in alcuni paesi sono emersi i primi segni di un rafforzamento della domanda. A condizione che continuino i progressi nell'abbassare le aspettative inflazionistiche, vi è ora la diffusa aspirazione ad una pronta ripresa produttiva, abbastanza vigorosa da allentare le tensioni finanziarie e ridurre in misura apprezzabile la disoccupazione. I cali dei tassi d'interesse finora registrati sono stati di grande giovamento; tuttavia essi sono rimasti molto alti in termini reali. E' difficile prospettarsi come possa aver luogo una ripresa equilibrata e duratura in presenza di tassi d'interesse reali ai livelli attuali.

In queste condizioni la condotta della politica monetaria è divenuta estremamente difficile. Il problema non è più semplicemente quello di combattere l'inflazione, anche se i progressi compiuti su questo fronte non sono ancora consolidati. La recessione, la fragilità finanziaria e forse anche l'incipiente ripresa hanno gonfiato la domanda di liquidità, ma non è per nulla facile giudicare in quale misura questa maggiore domanda possa essere assecondata senza incorrere nel pericolo di una recrudescenza dell'inflazione. Le incertezze sono state particolarmente evidenti negli Stati Uniti, dove, nonostante la presenza di tassi d'interesse reali molto alti, agli inizi del 1983 tutti gli aggregati hanno cominciato ad espandersi ben oltre il limite superiore delle fasce-obiettivo. In alcuni altri paesi, dove la politica fiscale sopporta maggiormente l'onere della restrizione, le autorità monetarie dispongono di un più ampio margine di manovra.

Con il rallentamento dell'inflazione la politica monetaria è già divenuta più condiscendente in diversi paesi. Ciò è dovuto in parte alla pratica di stabilire gli obiettivi monetari in termini nominali, ma rispecchia altresì la tendenza crescente ad interpretare i movimenti degli aggregati monetari in un contesto più ampio e ad utilizzare appieno il margine di manovra consentito dai miglioramenti della posizione esterna per diminuire i tassi d'interesse. L'abbassamento dei tassi reali, in particolare di quelli a lungo termine, dipende ora principalmente da una riduzione della domanda di credito del settore pubblico, specialmente negli Stati Uniti. In alcuni paesi è necessaria un'ulteriore diminuzione dei tassi di incremento dei salari e dei prezzi, specie se il rallentamento dell'inflazione è recente e ha ancora bisogno di essere consolidato. Quasi ovunque permane vivo il ricordo di alti tassi d'inflazione e l'opinione pubblica è sensibile al rischio di una recrudescenza dell'inflazione con il rafforzarsi di una ripresa della domanda aggregata. In passato la politica monetaria ha assecondato un eccessivo accumulo di liquidità, specialmente durante la recessione e nelle prime fasi della ripresa, e ad ogni ciclo successivo i tassi d'inflazione sono risaliti a valori prossimi o addirittura superiori ai precedenti livelli massimi. Le probabilità di evitare che ciò si ripeta dipendono, agli occhi del mercato, dal fatto che sia preservato un contesto monetario stabile.

L'importanza del ruolo attribuito alla politica monetaria rispecchia in larga parte i vincoli con cui questa ha dovuto operare. Gli sforzi per frenare la dinamica dei redditi, in parte mediante modifiche dei meccanismi di indicizzazione, hanno contribuito in alcuni paesi ad abbassare i tassi d'inflazione tendenziali. Tuttavia la moderazione osservata di recente nelle rivendicazioni salariali e nella fissazione dei prezzi pare essere piuttosto dovuta ai livelli eccezionalmente bassi di utilizzo dei fattori lavoro e capitale, il che porta a domandarsi se tale situazione perdurerà con

il procedere della ripresa economica. Inoltre, benché in alcuni paesi siano stati ridotti i disavanzi di bilancio, questi permangono di dimensioni notevoli in altri paesi, non ultimi gli Stati Uniti. Gli ampi fabbisogni di finanziamento futuri del settore pubblico, nonostante i costanti sforzi per ridurli, suscitano ancora timori di inflazione e di tensioni sui mercati finanziari. Infine, i tassi d'interesse reali continuano ad essere soggetti a pressioni associate a squilibri nel settore privato, derivanti in particolare dalla necessità di allungare le scadenze delle passività delle imprese.

Alcuni di questi vincoli sono propri degli Stati Uniti o assumono una particolare gravità nel Nord-America; altri invece sono comuni a diversi paesi. Gli sviluppi negli Stati Uniti continuano però a condizionare in larga misura le scelte possibili altrove. I miglioramenti conseguiti dagli altri paesi per quanto concerne la loro posizione verso l'estero hanno peraltro allentato in vario grado i vincoli esterni gravanti sulle politiche monetarie. Ciò nonostante, il margine di manovra resta limitato. Alle autorità non rimane che tentare di utilizzare in modo ottimale ogni spazio di manovra a loro disposizione per allentare le condizioni monetarie e per sostenere attivamente la ripresa economica.

V. IL COMMERCIO E I PAGAMENTI INTERNAZIONALI

Aspetti salienti

Il presente capitolo prende in esame due argomenti principali: l'interdipendenza tra i movimenti dalle partite correnti dei paesi sviluppati e dei paesi in via di sviluppo negli anni recenti, e l'evoluzione nel 1982 delle bilance dei pagamenti – partite correnti e movimenti di capitali – dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera.

Nel 1982, due anni dopo il secondo shock petrolifero, la configurazione a livello aggregato delle partite correnti delle bilance dei pagamenti risulta, per taluni aspetti, alquanto differente dalla situazione presente nella fase corrispondente dopo il rincaro del petrolio del 1973. In particolare, l'esaurirsi dell'eccedenza OPEC dovuta alla seconda ondata di rincari del greggio non si è accompagnato né alla ricomparsa del tradizionale avanzo aggregato dei paesi del Gruppo dei Dieci, né ad alcuna netta riduzione dei disavanzi aggregati degli altri paesi sviluppati o dei paesi in via di sviluppo non OPEC. Ciò è dovuto in parte ad un eccezionale aumento, fino ad oltre \$100 miliardi nel 1982, della discrepanza in eccesso dei disavanzi correnti mondiali rispetto ai corrispondenti avanzi, ed in parte alla protratta recessione economica nei principali paesi industriali, conseguente all'adozione di energie politiche antinflazionistiche in questi paesi a partire dal 1979.

Queste politiche – incentrate su politiche monetarie che hanno contribuito a determinare aumenti senza precedenti dei tassi d'interesse, particolarmente negli Stati Uniti – hanno esercitato effetti sfavorevoli sulle partite correnti degli altri paesi non OPEC per due aspetti: riducendo la domanda delle loro esportazioni ed aumentando l'onere connesso al servizio del loro debito estero. I vincoli esterni gravanti su questi paesi, ed in particolare su quelli in via di sviluppo, sono divenuti tali da indurli ad adottare essi stessi politiche restrittive, che hanno accentuato le forze recessive in atto nei paesi industriali, determinando una progressiva contrazione del commercio mondiale nel 1982. Al tempo stesso, è tuttavia chiaro che, anche se la situazione economica mondiale fosse stata più favorevole negli anni recenti, i paesi in via di sviluppo non OPEC non avrebbero più potuto mantenere nel 1982 i tassi di crescita delle loro economie e delle loro importazioni ai livelli raggiunti alla fine degli anni settanta.

Per ciò che riguarda l'evoluzione delle bilance dei pagamenti dei paesi del Gruppo dei Dieci, tra il 1981 ed il 1982 il saldo delle partite correnti aggregate è rimasto pressoché invariato, ma le posizioni dei singoli paesi hanno registrato alcuni mutamenti importanti. La più ampia variazione ha riguardato gli Stati Uniti, dove la bilancia delle partite correnti, in parte a causa della particolare debolezza dei mercati delle esportazioni nel mondo occidentale, è passata ad una posizione di ampio disavanzo nella seconda metà dell'anno. Anche le partite correnti della Francia hanno subito un notevole deterioramento nel 1982, come conseguenza della crescita relativamente elevata della domanda interna, mentre i saldi correnti di gran parte degli altri paesi del Gruppo dei Dieci sono migliorati, in particolare con la comparsa di eccedenze in Germania ed in Canada.

Quanto ai movimenti di capitali, nel 1982 emergono tre aspetti principali per quanto concerne i paesi del Gruppo dei Dieci. In primo luogo, gli Stati Uniti sono stati nuovamente il principale intermediario mondiale di risparmi ed investimenti, con ulteriori esportazioni di fondi bancari su larga scala ed ancora più ingenti afflussi di capitali privati non bancari, in gran parte non identificati. In secondo luogo, si sono avuti ampi deflussi netti di fondi attraverso il settore privato non bancario in Giappone, Germania, Svizzera, Paesi Bassi e Regno Unito, tutti paesi con una posizione abbastanza favorevole nella bilancia delle partite correnti. In terzo luogo, vi è stato un ingente indebitamento esterno, ufficiale o incoraggiato dalle autorità, e in taluni casi un utilizzo di riserve da parte di quattro paesi del Gruppo dei Dieci con disavanzi nei pagamenti correnti - Belgio, Francia, Italia e Svezia - a copertura del loro fabbisogno finanziario esterno.

Il commercio mondiale

Il volume del commercio mondiale, dopo un aumento trascurabile nel 1981, nel corso dell'anno passato è diminuito del 2% circa, registrando la prima contrazione dal 1975, anno in cui si era ridotto del 3,5%. Giacché i prezzi medi del commercio internazionale sono calati del 4,5%, il valore in dollari dell'interscambio mondiale si è ridotto del 6,5%, raggiungendo un totale inferiore a \$1.900 miliardi. Le cause principali di questi andamenti sono state la generale

Commercio mondiale, 1980-82

Aree ¹	Voci	Variazioni percentuali annue e semestrali nelle quantità e nelle ragioni di scambio					Valore ² (in miliardi di \$ USA)
		1980	1981	anno	1982 primo semestre	secondo semestre	1982
Paesi del Gruppo dei Dieci	esportazioni	4,0	2,5	- 2,0	- 1,0	- 4,5	1.040
	importazioni	- 2,0	- 3,0	- 1,0	- 1,0	- 3,5	1.080
	ragioni di scambio	- 7,5	- 2,0	2,5	2,5	- 0,5	
Altri paesi sviluppati	esportazioni	2,5	1,0	0,5	0,0	- 0,5	165
	importazioni	4,0	0,5	0,5	0,0	- 3,0	210
	ragioni di scambio	- 4,0	- 3,5	0,5	1,0	- 1,0	
Paesi OPEC	esportazioni	-16,0	-18,0	-14,5	- 9,5	- 1,0	220
	importazioni	21,5	22,5	5,0	4,0	- 7,0	160
	ragioni di scambio	51,0	16,0	- 2,0	- 3,5	2,0	
PVS non OPEC	esportazioni	8,5	7,0	0,5	0,5	- 1,0	235
	importazioni	5,0	2,0	- 6,5	- 3,0	- 5,5	275
	ragioni di scambio	- 7,0	- 5,5	- 3,0	- 3,0	- 2,5	
Totale mondiale	interscambio ³	1,5	0,5	- 2,0	- 1,0	- 3,5	1.875 ⁴
	valore unitario in dollari USA ³	23,0	- 1,5	- 4,5	- 0,5	- 3,5	

¹ Per la composizione dei gruppi cfr. tabella a pagina 94. ² Esportazioni f.o.b., importazioni c.i.f. ³ Escluse le economie pianificate. ⁴ Compreso il commercio delle economie pianificate.

Fonti: FMI, GATT, OCSE e stime BRI.

recessione e la forte riduzione nelle importazioni da parte di diversi paesi in via di sviluppo con bilancia dei pagamenti in posizione precaria.

Stime provvisorie indicano che, nel 1982, soltanto l'interscambio di prodotti agricoli ha registrato una crescita in volume pari all'1%, mentre gli scambi di prodotti minerari (compreso il petrolio) e di manufatti si sono ridotti del 7% e dell'1% rispettivamente. Il debole andamento per i prodotti agricoli e per i prodotti minerari è soprattutto dovuto ad un ristagno della domanda nei paesi industriali, mentre la flessione dell'interscambio di manufatti dev'essere imputata principalmente alla riduzione stimata dell'8% nelle importazioni di questi prodotti da parte dei PVS non OPEC. I prezzi in dollari USA delle materie prime non petrolifere sono scesi del 12%, cioè quasi quanto nel 1981, mentre i prezzi del petrolio sono diminuiti, per la prima volta dal secondo shock petrolifero, del 5% circa. I prezzi dei prodotti manufatti hanno retto meglio, segnando una riduzione del 2% soltanto, molto inferiore al calo del 5% registrato nel 1981. Di conseguenza, i paesi del Gruppo dei Dieci e gli altri paesi sviluppati hanno registrato miglioramenti nelle ragioni di scambio pari al 2,5% e allo 0,5% rispettivamente. Per converso sono peggiorati i prezzi relativi dell'interscambio negli altri due gruppi, per il quinto anno consecutivo nel caso dei PVS non OPEC.

I paesi sviluppati esterni al Gruppo dei Dieci ed i PVS non OPEC hanno evitato nel 1982 un calo in volume delle loro esportazioni, anche se l'aumento dello 0,5%, particolarmente nel caso del secondo gruppo, è stato notevolmente inferiore alla crescita raggiunta negli anni precedenti. Gli altri due gruppi di paesi hanno registrato una flessione nel volume delle esportazioni che è stata particolarmente ampia nei paesi OPEC, le cui esportazioni in termini reali sono scese di ben il 14,5% per l'effetto combinato della recessione mondiale e della concorrenza da parte di altri produttori di petrolio. Dal lato delle importazioni, per contro, soltanto i paesi OPEC hanno fornito un sostegno significativo alla crescita del commercio mondiale. La flessione in volume del commercio internazionale è divenuta più pronunciata con il procedere dell'anno, raggiungendo il 3,5% nel secondo semestre rispetto all'1% nel primo. Dal lato delle importazioni questo andamento ha riguardato tutti i gruppi di paesi; la concomitante riduzione in volume delle esportazioni, al contrario, si è fortemente concentrata nei paesi sviluppati.

Il rallentamento del commercio mondiale, che nel 1981 fu dovuto essenzialmente ai paesi del Gruppo dei Dieci, lo scorso anno è attribuibile anche ai PVS. Nel 1981, quando la crescita del commercio internazionale si era praticamente arrestata, la riduzione del volume delle importazioni dei paesi del Gruppo dei Dieci era stata ancora largamente compensata dall'espansione della domanda di importazioni proveniente dal resto del mondo. Nel complesso del 1982 la domanda di importazioni dei paesi del Gruppo dei Dieci è diminuita più lentamente, ma l'andamento delle importazioni dei PVS è stato molto più debole che nel 1981. Come emergerà dall'analisi nel paragrafo seguente, il diffondersi della riduzione delle importazioni, che nella seconda metà del 1982 ha riguardato tutti i gruppi di paesi presi in esame nella precedente tabella, ha avuto origine con l'avvio della recessione nei principali paesi industriali dopo il secondo shock petrolifero. Mano a mano che questi impulsi recessivi sono stati trasmessi alle aree in via di sviluppo attraverso i conti con l'estero, essi hanno avviato un circolo vizioso, nel quale le minori importazioni in un gruppo di paesi hanno contribuito ad indurre una contrazione delle importazioni in altri gruppi.

Gli andamenti complessivi delle bilance dei pagamenti e l'interdipendenza globale

Nel 1982 le posizioni aggregate dei pagamenti correnti dei principali gruppi di paesi, sulla base delle rilevazioni statistiche, presentano due aspetti di rilievo: la scomparsa dell'avanzo dell'OPEC, che dopo aver raggiunto un massimo di \$114 miliardi soltanto due anni fa, si è trasformato in un disavanzo di \$3 miliardi nel 1982, e la relativa esiguità dei progressi verso un maggiore equilibrio negli altri principali gruppi di paesi. Fatta eccezione per le economie pianificate, che hanno raggiunto un'eccedenza aggregata di \$3 miliardi dopo un deficit di \$5 miliardi nel 1981, tutti gli altri gruppi di paesi importatori di petrolio sono rimasti in disavanzo. I saldi passivi aggregati dei PVS non OPEC e dei paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci, pari a \$67 e 30 miliardi rispettivamente, benché inferiori ai disavanzi del 1981, sono stati ancora assai ampi, mentre i paesi del Gruppo dei Dieci hanno registrato un peggioramento di \$3 miliardi del loro disavanzo, che ha raggiunto i \$6 miliardi. Conseguentemente, nel 1982, il risultato negativo della somma di tutti i saldi correnti – ossia la discrepanza nei pagamenti correnti mondiali – ha segnato un aumento senza precedenti di \$47 miliardi.

Origine ed implicazioni della discrepanza nei pagamenti correnti mondiali. La forte crescita della discrepanza delle partite correnti mondiali, la quale ha superato \$100 miliardi nel 1982 – una cifra non molto inferiore all'eccedenza identificata dei paesi OPEC al suo livello massimo registrato nel 1980 – rende assai difficile l'analisi dei cambiamenti nella struttura globale dei saldi correnti e mette in questione la validità delle posizioni rilevate statisticamente per i singoli gruppi di paesi. Inoltre, nella misura in cui le politiche economiche dei paesi sono influenzate dai saldi rilevati delle partite correnti, i disavanzi errati per eccesso o i saldi attivi errati per difetto possono condurre ad orientamenti di politica economica più restrittivi del dovuto.

Mentre in teoria la somma dei saldi delle partite correnti di tutti i paesi dovrebbe essere uguale a zero – poiché ogni transazione di parte corrente dovrebbe essere registrata simultaneamente ma con segno inverso dai due paesi in questione – in pratica ciò non è mai avvenuto. La discrepanza può essere principalmente attribuita a lacune nella rilevazione ed a diversità nella modalità e nei tempi delle registrazioni, particolarmente per le bilance dei servizi e dei trasferimenti, che hanno mostrato un disavanzo fortemente crescente a livello mondiale. Mentre nel 1972 la discrepanza negativa nelle partite invisibili era pari a \$11 miliardi, essa ha raggiunto \$78 miliardi nel 1981, e si è ulteriormente accresciuta di \$19 miliardi nell'anno passato. Ciò ha riflesso in parte l'aumento delle transazioni invisibili, e in special modo la rapida crescita di voci quali redditi da capitali e trasporti, particolarmente suscettibili di imprecisioni nella registrazione. Un secondo elemento alla base della discrepanza globale delle partite correnti va ricercato nel saldo dell'interscambio mercantile mondiale e consiste in gran parte nel fatto che le esportazioni vengono rilevate prima delle corrispondenti importazioni. Per questo motivo la discrepanza nel saldo commerciale mostra una correlazione positiva con le variazioni del valore dell'interscambio mondiale. In periodi di crescente espansione del valore del commercio mondiale la discrepanza sarà positiva e crescente, mentre quando vi è una contrazione del commercio mondiale essa diverrà negativa. Quest'ultimo caso si è verificato l'anno scorso, quando il saldo commerciale mondiale è passato da un attivo di \$22 miliardi nel 1981 ad un disavanzo di \$6 miliardi; ciò spiega in buona parte l'aumento della discrepanza delle partite correnti mondiali nel 1982.

Saldi delle partite correnti, 1980-82¹

Paesi ed aree	Saldo commerciale (f.o.b.)			Saldo delle partite invisibili			Saldo delle partite correnti		
	1980	1981	1982	1980	1981	1982	1980	1981	1982
miliardi di dollari USA									
Canada	7,6	6,4	14,7	- 8,5	- 10,9	- 12,6	- 0,9	- 4,5	2,1
Francia	- 13,4	- 10,0	- 15,8	9,2	5,2	3,8	- 4,2	- 4,8	- 12,0
Germania	8,1	15,7	24,2	- 23,8	- 22,2	- 21,0	- 15,7	- 6,5	3,2
Giappone	2,1	20,0	18,1	- 12,9	- 15,2	- 11,2	- 10,8	4,8	6,9
Italia	- 16,4	- 10,6	- 7,9	6,7	2,5	2,4	- 9,7	- 8,1	- 5,5
Paesi Bassi	- 1,4	3,9	3,9	- 1,6	- 1,0	- 0,5	- 3,0	2,9	3,4
Regno Unito	2,9	6,3	3,8	3,9	6,3	3,0	6,8	12,6	6,8
Stati Uniti	- 25,3	- 27,9	- 36,3	26,8	32,4	28,2	1,5	4,5	- 8,1
Svezia	- 0,4	1,6	1,1	- 4,0	- 4,4	- 4,5	- 4,4	- 2,8	- 3,4
Svizzera	- 5,9	- 2,6	- 1,5	5,4	5,2	4,9	- 0,5	2,6	3,4
UEBL	- 5,3	- 4,8	- 4,0	0,4	0,6	1,0	- 4,9	- 4,2	- 3,0
<i>Paesi del Gruppo dei Dieci</i>	<i>- 47,4</i>	<i>- 2,0</i>	<i>0,3</i>	<i>1,6</i>	<i>- 1,5</i>	<i>- 6,5</i>	<i>- 45,8</i>	<i>- 3,5</i>	<i>- 6,2</i>
Australia	1,5	- 2,4	- 2,6	- 5,5	- 5,9	- 6,0	- 4,0	- 8,3	- 8,6
Austria	- 6,1	- 4,3	- 3,2	4,4	2,9	3,6	- 1,7	- 1,4	0,4
Danimarca	- 2,1	- 1,0	- 1,0	- 0,3	- 0,8	- 1,5	- 2,4	- 1,8	- 2,5
Finlandia	- 0,5	0,6	0,4	- 0,9	- 0,9	- 1,3	- 1,4	- 0,3	- 0,9
Grecia	- 5,7	- 5,8	- 4,9	3,5	3,4	3,1	- 2,2	- 2,4	- 1,8
Irlanda	- 1,8	- 1,9	- 0,8	0,3	- 0,4	- 0,6	- 1,5	- 2,3	- 1,4
Israele	- 3,4	- 3,7	- 3,9	2,4	2,2	1,7	- 1,0	- 1,5	- 2,2
Jugoslavia	- 4,7	- 3,0	- 1,9	2,4	2,1	1,4	- 2,3	- 0,9	- 0,5
Norvegia	2,0	3,2	2,5	- 0,9	- 0,9	- 1,7	1,1	2,3	0,8
Nuova Zelanda	0,4	0,3	- 0,1	- 1,3	- 1,3	- 1,5	- 0,9	- 1,0	- 1,6
Portogallo	- 4,2	- 5,1	- 5,3	3,0	2,5	1,8	- 1,2	- 2,6	- 3,5
Spagna	- 11,7	- 10,1	- 9,2	6,5	5,0	4,9	- 5,2	- 5,1	- 4,3
Sud Africa	7,4	- 0,2	0,5	- 3,5	- 4,0	- 3,3	3,9	- 4,2	- 2,8
Turchia	- 4,0	- 3,1	- 1,9	0,3	0,8	0,7	- 3,7	- 2,3	- 1,2
<i>Altri paesi sviluppati</i>	<i>- 32,9</i>	<i>- 36,5</i>	<i>- 31,4</i>	<i>10,4</i>	<i>4,7</i>	<i>1,3</i>	<i>- 22,5</i>	<i>- 31,8</i>	<i>- 30,1</i>
<i>Totale paesi sviluppati</i>	<i>- 80</i>	<i>- 38</i>	<i>- 31</i>	<i>12</i>	<i>3</i>	<i>- 5</i>	<i>- 68</i>	<i>- 35</i>	<i>- 36</i>
Paesi OPEC ²	172	120	60	- 58	- 57	- 63	114	63	- 3
PVS non OPEC ³	- 56	- 61	- 43	- 9	- 18	- 24	- 65	- 79	- 67
<i>Totale PVS</i>	<i>116</i>	<i>59</i>	<i>17</i>	<i>- 67</i>	<i>- 75</i>	<i>- 87</i>	<i>49</i>	<i>- 16</i>	<i>- 70</i>
Economie pianificate ⁴	- 6	1	8	- 5	- 6	- 5	- 11	- 5	3
Totale complessivo	30	22	- 6	- 60	- 78	- 97	- 30	- 56	- 103

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

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

Allo stato attuale è impossibile ripartire tra i principali gruppi di paesi il disavanzo mondiale delle partite correnti del 1982. Vi è tuttavia motivo di ritenere che probabilmente soltanto una piccola parte di questa discrepanza trova contropartita in un minor disavanzo dei PVS non OPEC. Ciò dipende dal fatto che gli introiti per le transazioni in conto servizi, cui pare essere in gran parte riconducibile la discrepanza mondiale, affluiscono in larga misura ai paesi del Gruppo dei Dieci e dell'OPEC. Se questa supposizione è corretta, la misura della distorsione in senso deflazionistico impartita alle politiche economiche può essere minore di quanto può far ritenere l'ampiezza della discrepanza totale, giacché in generale i paesi che appartengono a questi due gruppi, ad eccezione di alcuni paesi OPEC ad elevata capacità di importazione, non hanno dovuto fronteggiare severi vincoli esterni.

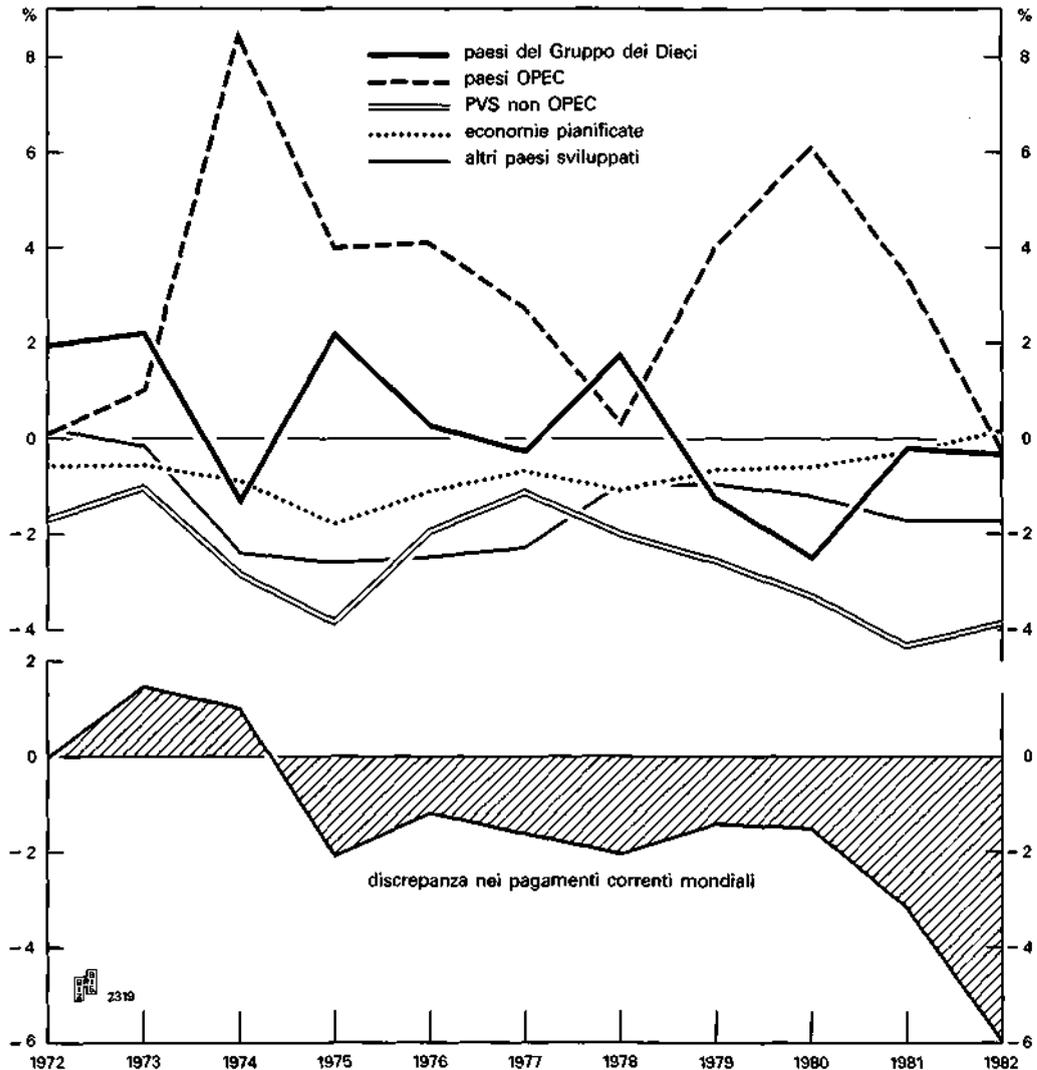
L'interdipendenza degli sviluppi delle partite correnti. Due anni dopo il rincaro del petrolio del 1979-80, la struttura mondiale dei saldi delle partite correnti, per alcuni aspetti, era assai differente da quella formatasi in seguito agli aumenti del prezzo del petrolio nel 1973. La principale ragione di ciò è che il secondo shock petrolifero è stato seguito nei principali paesi industriali da una recessione meno grave ma più protratta che nel periodo 1974-75. Ciò non ha soltanto comportato un aumento senza precedenti nella discrepanza mondiale delle partite correnti, ma ha anche influito sulle sottostanti posizioni aggregate delle partite correnti.

Dal grafico seguente, che mostra l'andamento del rapporto tra i saldi delle partite correnti dei principali gruppi di paesi e le esportazioni mondiali a partire dal 1972, è possibile notare che le due ondate di rincari del petrolio hanno dilatato in un primo tempo l'avanzo corrente dei paesi OPEC, fino all'8,5 ed al 6,5% delle esportazioni mondiali rispettivamente nel 1974 e nel 1980, producendo di riflesso forti disavanzi correnti di tutti gli altri principali gruppi di paesi. Sia nel 1975 che nel 1981, l'avanzo dell'OPEC si è poi all'incirca dimezzato; d'altro canto, le posizioni correnti dei paesi del Gruppo dei Dieci e quelle degli altri paesi importatori di petrolio hanno avuto due andamenti piuttosto differenti. La più favorevole evoluzione delle partite correnti aggregate del Gruppo dei Dieci è stata in una certa misura conseguenza dell'elevata quota di questi paesi sul totale delle importazioni dell'OPEC; inoltre il rallentamento dell'attività economica indotto dal rincaro del petrolio è stato assai più forte nei paesi del Gruppo dei Dieci che negli altri gruppi di paesi non OPEC.

Nel 1982, tuttavia, l'andamento dei saldi correnti dei diversi gruppi di paesi non OPEC è stato nettamente diverso da quello avutosi dopo il 1975. Nel 1976-77 gli squilibri aggregati di parte corrente dei vari gruppi di paesi non OPEC avevano registrato una notevole riduzione; a ciò ha fatto seguito nel 1978 il riemergere di una struttura mondiale dei saldi correnti analoga a quella anteriore al 1974, con i paesi del Gruppo dei Dieci nuovamente nel ruolo di principali esportatori netti di beni e servizi verso il resto del mondo. Nel 1982, d'altro canto, il saldo corrente globale registrato dai paesi del Gruppo dei Dieci è rimasto negativo, mentre il rapporto tra il disavanzo aggregato dei PVS non OPEC e le esportazioni mondiali è stato più elevato che nel 1976-77. Ciò è in larga parte imputabile agli sviluppi nei paesi del Gruppo dei Dieci ed in particolare all'adozione in gran parte di essi, dopo il 1979, di energiche politiche antinflazionistiche che hanno compresso la domanda interna molto più a lungo che alla metà degli anni settanta, comportando tassi d'interesse notevolmente più elevati sulle principali monete. Come conseguenza, le

Saldi aggregati delle partite correnti dei principali gruppi di paesi e discrepanza dei pagamenti correnti mondiali, 1972-1982

In percentuale sulle esportazioni mondiali



partite correnti dei paesi esterni al Gruppo dei Dieci hanno subito la simultanea influenza negativa di una caduta nella domanda delle loro esportazioni e di esborsi considerevolmente più elevati per il servizio del debito esterno.

Gli effetti della recessione nei paesi del Gruppo dei Dieci sulle posizioni correnti aggregate del resto del mondo. Il rallentamento dell'attività economica nei paesi del Gruppo dei Dieci è iniziata dopo il 1979. Al ristagno della produzione industriale nel 1980 e nel 1981, accompagnato da una riduzione della crescita del prodotto lordo aggregato all'1% annuo, hanno fatto seguito, nel 1982, una leggera contrazione del PNL aggregato ed un calo del 4,5% nella produzione industriale complessiva. Il volume di importazioni dei paesi del Gruppo dei Dieci, che era cresciuto in media del 7% l'anno nel periodo 1976-79, si è ridotto in ciascuno dei tre anni successivi con effetti negativi sulle esportazioni di tutti gli altri gruppi di paesi.

Le rigorose politiche antinflazionistiche adottate dai maggiori paesi industriali dopo il 1979 hanno anche elevato considerevolmente i tassi d'interesse sui mercati finanziari nazionali ed internazionali. La media annua del tasso interbancario (LIBOR) sul dollaro a sei mesi sulla piazza di Londra, che era aumentata di due punti percentuali nel 1980, ha raggiunto il 16,8% nel 1981. Dopo aver registrato una certa flessione nel primo semestre del 1982, questo tasso è caduto bruscamente ad un livello medio dell'11,5% nella seconda metà dell'anno. I tassi d'interesse su altre importanti monete, come il marco, il franco svizzero e lo yen, hanno avuto un andamento analogo, anche se si sono mantenuti nettamente al disotto dei tassi sul dollaro. Poiché una parte notevole dell'indebitamento estero totale è denominata in dollari USA, ed è stato contratto a tassi d'interesse variabili che vengono adeguati ai tassi del mercato soltanto con un certo sfasamento temporale, la flessione dei tassi a breve sul dollaro intervenuta nel corso del 1982 ha avuto nel resto dell'anno un impatto relativamente modesto sui flussi dei pagamenti per interessi tra i paesi.

L'effetto sfavorevole della debole domanda di esportazioni e dei più elevati tassi d'interesse è stato risentito soprattutto dai *paesi in via di sviluppo non OPEC*. Come nel passato, la recessione nei loro principali mercati di esportazione — i paesi del Gruppo dei Dieci assorbono più della metà delle loro esportazioni totali — si è in primo luogo riflessa in una diminuzione dei loro prezzi all'esportazione. Data una flessione nei prezzi nelle materie prime non petrolifere, pari al 14,5% nel 1981 ed al 12,5% nel 1982, i prezzi delle loro esportazioni sono calati rispettivamente dell'1% e del 5% in questi due anni, con un deterioramento del 5,5% e del 3% nelle loro ragioni di scambio. Questi effetti di prezzo sono stati rafforzati da un calo nel tasso di crescita delle loro esportazioni in volume, passato dal 7% in media nel periodo 1977-81 allo 0,5% soltanto nel 1982.

A questo sfavorevole andamento della bilancia commerciale si sono aggiunti gli effetti sulle partite invisibili dei PVS non OPEC esercitati dai più elevati tassi d'interesse che essi hanno dovuto pagare sul debito esterno in forte espansione. Tra il 1979 ed il 1982 il pagamento per interessi sull'indebitamento esterno di questi paesi è più che raddoppiato, da \$21 a 47 miliardi, in quanto il debito stesso, secondo le stime, è passato da \$320 a 500 miliardi e l'interesse medio pagato su di esso è aumentato dal 7,2 al 10%.

La tabella che segue mostra l'andamento effettivo dei saldi correnti dei PVS non OPEC nel periodo 1980-82, unitamente ai valori che avrebbero assunto questi saldi nel quadro di due differenti ipotesi. La prima si propone di porre in luce in quale misura le esportazioni e gli interessi sul debito esterno di questi paesi sono stati influenzati dalla combinazione di recessione e di alti tassi d'interesse nei paesi del Gruppo dei Dieci. A questo scopo i risultati effettivi sono stati corretti ipotizzando: ragioni di scambio dei PVS non OPEC nel 1981 e nel 1982 invariate rispetto al 1980; un tasso di crescita del volume delle loro esportazioni nel 1982 pari a quello medio del periodo 1977-81; un tasso d'interesse medio sul loro debito esterno nel 1980-82 al medesimo livello del 1979. Per contro, i dati relativi alle importazioni nel periodo 1980-82 sono quelli effettivamente registrati. La seconda ipotesi si propone di mostrare cosa sarebbe accaduto ai saldi correnti di questi paesi nel 1980-82 se la situazione economica mondiale fosse stata loro più favorevole, come simulato nel quadro della prima ipotesi, ma se al tempo stesso il volume delle

**Paesi in via di sviluppo non OPEC:
saldi effettivi ed ipotetici delle bilance dei pagamenti correnti, 1980-82**

Voci	Bilancia commerciale			Servizi e trasferimenti netti			Partite correnti			Debito esterno lordo (stime)		
	1980	1981	1982	1980	1981	1982	1980	1981	1982	1980	1981	1982
	in miliardi di dollari USA											
Valori effettivi	-56	-61	-43	- 9	-18	-24	-65	-79	-67	380	450	500
Valori ipotetici												
Ipotesi I ¹	-56	-48	- 7	- 7	-10	-12	-63	-58	-19	380	430	440
Ipotesi II ²	-56	-62	-65	- 7	-11	-16	-63	-73	-81	380	460	520

¹ L'ipotesi I presuppone: ragioni di scambio costanti nel 1981 e nel 1982; un aumento del volume delle esportazioni nel 1982 in linea con l'incremento medio del 7% del periodo 1977-81; un tasso d'interesse medio del 7,2% sul debito estero nel periodo 1980-82 equivalente al tasso d'interesse effettivo del 1979; importazioni al livello effettivamente registrato.

² L'ipotesi II presume un aumento del volume delle importazioni nel 1981 e nel 1982 in linea con l'incremento medio del 7% del periodo 1977-80, fermi restando gli altri assunti dell'ipotesi I.

loro importazioni fosse cresciuto nel 1981 e nel 1982 al tasso medio del 7% registrato nel periodo 1977-80.

L'ipotesi I mostra che, con ragioni di scambio invariate nel 1981-82 e con la crescita in volume delle esportazioni del 1982 in linea con quella degli anni precedenti, nel 1981 e nel 1982 il saldo commerciale dei PVS non OPEC avrebbe registrato disavanzi rispettivamente inferiori di \$13 e 36 miliardi. Quanto alle partite invisibili, se i tassi d'interesse nel 1980-82 fossero rimasti al livello del 1979, e se il debito complessivo verso l'estero fosse aumentato più lentamente, coerentemente con i saldi ipotetici delle partite correnti, gli esborsi netti complessivi per il pagamento di interessi all'estero, e di conseguenza i disavanzi, sarebbero stati inferiori di \$8 e 12 miliardi rispettivamente nel 1981 e nel 1982. Se queste variazioni vengono applicate al saldo corrente aggregato dei PVS non OPEC, il disavanzo totale del gruppo si riduce da \$79 a 58 miliardi nel 1981, e da \$67 a 19 miliardi nel 1982.

Una tale simulazione dei disavanzi correnti è ovviamente assai artificiosa. Nella situazione mondiale più favorevole presupposta dalla prima ipotesi è ad esempio assai improbabile che la crescita delle importazioni dei PVS non OPEC si sarebbe ridotta in misura pari a quella effettivamente registrata. La seconda ipotesi mostra pertanto la variazione aggiuntiva dei saldi correnti aggregati nel 1981-82, supponendo che le importazioni di questi paesi abbiano continuato a crescere al tasso medio del 7% registrato nel periodo 1977-80. Per il 1982 questa ipotesi comporta un disavanzo corrente di \$81 miliardi, superiore di \$14 miliardi rispetto a quello effettivamente registrato.

I dati che risultano da queste ipotesi mostrano con chiarezza due elementi: in primo luogo che la combinazione di recessione e di alti tassi d'interesse nei paesi del Gruppo dei Dieci ha avuto un forte impatto negativo sulle bilance dei pagamenti dei PVS non OPEC; in secondo luogo che nel 1982 questi ultimi paesi avrebbero comunque dovuto prendere provvedimenti per correggere la loro posizione nei pagamenti esterni, giacché il tasso con cui alla fine degli anni settanta stava crescendo la loro domanda interna, e conseguentemente le loro importazioni, non sarebbe stato sostenibile neppure in una situazione più favorevole dell'economia mondiale.

L'evoluzione delle partite correnti negli altri principali gruppi di paesi non appartenenti al Gruppo dei Dieci ha subito un'influenza analoga, anche se l'effetto negativo della recessione e degli elevati tassi d'interesse è stato, in generale, meno accentuato che nei PVS non OPEC. Nei *paesi sviluppati esterni al Gruppo dei Dieci*, nel 1982 il disavanzo aggregato delle partite correnti si è ridotto leggermente portandosi a \$ 30 miliardi, dopo essere fortemente aumentato, da \$ 22 a 32 miliardi, tra il 1980 e il 1981. I più elevati tassi medi d'interesse ed un aumento di \$ 30 miliardi del debito esterno salito a \$ 235 miliardi, hanno accresciuto di \$ 7 miliardi nell'ultimo biennio gli esborsi netti stimati per il pagamento di interessi; a ciò va in gran parte attribuita la riduzione del tradizionale avanzo delle partite invisibili di questi paesi, passato da \$ 10 a 1 miliardo tra il 1980 e il 1982. Tuttavia, l'effetto della recessione sulle esportazioni dei paesi in parola, destinate per il 75% circa al Gruppo dei Dieci, sembra essere stato ancor più considerevole. Infatti, se le ragioni di scambio fossero rimaste al livello del 1980 e se il modesto incremento del 2,5% nelle esportazioni in volume fosse stato mantenuto nel 1981-82, nel 1982 il deficit commerciale aggregato di questi paesi sarebbe stato pari a \$ 20 miliardi, anziché a \$ 30 miliardi come registrato in realtà. Questa stima, tuttavia, è fondata sull'ipotesi di un livello delle importazioni pari a quello effettivo.

Nei *paesi OPEC*, la recessione ed i tassi d'interesse hanno avuto effetti opposti sulla bilancia dei pagamenti correnti. La recessione, insieme agli ulteriori progressi nel risparmio di petrolio e ad una certa diminuzione delle scorte, ha determinato una notevole riduzione delle importazioni petrolifere da parte dei paesi del Gruppo dei Dieci. Questo andamento per i paesi OPEC è stato accentuato dalla crescente concorrenza degli altri paesi produttori di petrolio. Tra il 1979 ed il 1982 la quantità di petrolio esportata dai paesi OPEC si è ridotta del 45%, da una media di 31 milioni di barili al giorno ad una media di meno di 17 mb/g. Dal momento che i prezzi del greggio esportato, dopo essere cresciuti del 10% nel 1981, si sono ridotti del 4,5% nel 1982, la flessione registrata dalle quantità di greggio esportate nel biennio 1981-82 si è quasi interamente tradotta in una diminuzione degli introiti delle esportazioni. Questa diminuzione, di \$ 28 miliardi nel 1981 e \$ 59 miliardi nel 1982, è pertanto la causa principale della scomparsa dell'avanzo dell'OPEC. Gli elevati tassi d'interesse, al contrario, hanno rafforzato la bilancia delle partite correnti dei paesi OPEC, anche se, per lacune di rilevazione, ciò non sembra essersi interamente riflesso nei dati delle bilance dei pagamenti. Cumulando gli attivi delle partite correnti dell'OPEC a partire dal 1973, la posizione delle attività nette sull'estero di questi paesi può essere stimata in \$ 345 miliardi alla fine del 1980, ed in \$ 405 miliardi alla fine dell'anno passato. Se gli interessi pagati su questo *stock* crescente di attività nette sull'estero avessero all'incirca seguito gli andamenti dei tassi d'interesse sui mercati finanziari mondiali i ricavi netti dagli investimenti all'estero dei paesi dell'OPEC sarebbero cresciuti di \$ 16 miliardi nel 1981, ma sarebbero diminuiti di \$ 4 miliardi nel 1982. Il totale registrato dagli introiti in conto servizi nei paesi OPEC, è aumentato di \$ 8 miliardi nel 1981, raggiungendo un livello di \$ 45 miliardi, ma si è ridotto di \$ 2 miliardi nel 1982.

Infine, la recessione nei principali paesi industriali ha anche contribuito alla riduzione degli introiti di valute convertibili nei *paesi ad economia pianificata* dell'Europa orientale e dell'Asia, le cui esportazioni verso i paesi sviluppati dell'Occidente, dopo essersi ridotte di \$ 1,6 miliardi nel 1981, sono praticamente rimaste invariate nel 1982. Tuttavia, poiché le economie pianificate hanno ridotto

nell'anno passato l'indebitamento netto nei confronti del sistema bancario internazionale, il deterioramento provocato dai tassi d'interesse nelle loro partite invisibili nel 1980-81 è stato in parte neutralizzato nel 1982, e ciò ha contribuito a far passare le partite correnti aggregate da un disavanzo di \$ 5 miliardi nel 1981 ad un avanzo di \$ 3 miliardi nel 1982.

Aggiustamento e finanziamento di fronte al deteriorarsi delle posizioni nei pagamenti correnti. Il peggioramento delle posizioni dei pagamenti correnti nel 1981 e nel 1982 è stato fronteggiato dai gruppi di paesi esterni al Gruppo dei Dieci combinando il ricorso al finanziamento esterno, presso fonti private ed ufficiali, con l'adozione di politiche economiche interne più restrittive. In parte volontariamente, ma soprattutto per mancanza di alternative, il ruolo più importante è stato progressivamente assegnato alle politiche di aggiustamento.

Il segno più evidente delle politiche interne restrittive nel gruppo dei PVS non OPEC è stato il rallentamento della crescita del prodotto, il cui tasso medio ponderato è passato dal 5% circa nel periodo 1978-80 a poco più dell'1% nel 1981-82. Mentre nel 1981 le importazioni in volume sono ancora cresciute del 2% - seppure principalmente grazie ai paesi produttori di petrolio del gruppo - nel 1982 esse si sono ridotte del 6,5%, registrando il primo decremento dal 1975. Poiché anche i prezzi delle importazioni si sono ridotti del 2%, il valore totale delle importazioni di questi paesi è sceso di \$ 29 miliardi nel 1982. La flessione delle importazioni è stata particolarmente pronunciata in alcuni dei paesi più indebitati. Il valore delle importazioni del Messico e dell'Argentina, ad esempio, è diminuito del 40% circa, il che implica una riduzione di più del 35% in termini di volume, mentre in Brasile le importazioni reali si sono ridotte di quasi il 10%. Al contrario la Corea, che è il quarto maggior debitore tra i paesi in via di sviluppo, è riuscita nell'anno passato a mantenere invariato il volume di importazioni del 1981, grazie a politiche di aggiustamento attuate anteriormente e ad uno sviluppo trainato dalle esportazioni.

Per ciò che riguarda il finanziamento dei disavanzi esterni correnti di questi paesi, il quadro d'insieme presentato nella tabella che segue mostra due aspetti salienti: un forte calo nel nuovo indebitamento all'estero presso tutte le fonti (escluso il FMI), passato da \$ 63 miliardi nel 1981 a \$ 40 miliardi nel 1982, e una brusca riduzione dell'indebitamento a breve termine, che nel periodo 1980-81 aveva rappresentato più del 30% del totale del nuovo indebitamento di questi paesi. La flessione del nuovo indebitamento all'estero si è concentrata nel settore bancario (cfr. Capitolo VI), mentre si stima che i prestiti agevolati e gli altri flussi creditizi ufficiali (escludendo il FMI) siano rimasti al livello del 1981, di quasi \$ 20 miliardi. Il ridotto accesso al finanziamento, specialmente quello proveniente dal settore privato, ha determinato una contrazione di \$ 9 miliardi circa nelle riserve ufficiali aggregate dei PVS non OPEC, insieme ad una riduzione nelle attività sull'estero e all'accumularsi di arretrati nei pagamenti in diversi paesi.

Anche in un certo numero di paesi sviluppati al di fuori del Gruppo dei Dieci i vincoli esterni hanno indotto l'adozione di politiche di gestione della domanda più restrittive che hanno determinato un rallentamento della crescita del PNL da oltre il 2% nel 1980-81 all'1% soltanto nel 1982. La crescita del volume di importazioni totali di questi paesi è scesa allo 0,5% nel 1981-82, e nel corso dell'anno passato

Paesi in via di sviluppo non OPEC:
finanziamento dei disavanzi delle partite correnti, 1980-82. Stime

Voci	1980	1981	1982
	in miliardi di dollari USA		
Disavanzo delle partite correnti	- 65	- 79	- 67
Finanziamento			
Investimenti diretti (netti)	8	11	10
Variazione del debito esterno lordo (escluso FMI)	61	63	40
di cui: a lungo termine	37	48	37
a breve termine	24	15	3
(credito bancario)*	(33)	(40)	(16)
Prelievi netti sul FMI	2	5	5
Totale	71	79	55
Variazioni nelle attività sull'estero	6	0	- 12
di cui: riserve ufficiali	0	0	- 9
altre attività	6	0	- 3
(depositi presso banche)	(2)	(4)	(0)

* Comprende le variazioni delle posizioni nette delle banche situate nei centri *offshore*.

riduzioni particolarmente ampie sono state registrate in Jugoslavia ed in Sud Africa. La grande maggioranza di questi paesi, tuttavia, non ha incontrato problemi di finanziamento esterno. Nel 1982 le passività totali del gruppo nel suo insieme nei confronti delle banche dichiaranti alla BRI, che rappresentano all'incirca i due terzi del debito estero totale di questi paesi, sono cresciute di \$15 miliardi, ossia in misura pari a quella del 1981. Inoltre, le riserve ufficiali non auree dei paesi del gruppo sono rimaste praticamente invariate, lo scorso anno, dopo essere diminuite di \$2,6 miliardi nel 1981.

Mentre la recessione nei maggiori paesi industriali è stata la causa principale della scomparsa dell'eccedenza OPEC nel 1982, i suoi effetti sull'andamento dell'economia interna dei paesi OPEC sono stati meno gravi che altrove. Anche in virtù del livello delle attività finanziarie accumulate negli anni precedenti, il volume delle importazioni di questi paesi ha continuato a crescere nella prima parte del 1982, ed il prodotto del settore non petrolifero è aumentato, secondo le stime, del 4%, con una flessione di un punto percentuale rispetto alla media del periodo 1980-81. Notevoli differenze, tuttavia, hanno contraddistinto lo scorso anno gli andamenti dei singoli paesi del gruppo. I paesi ad alta capacità di importazione, il cui disavanzo aggregato di parte corrente è salito da \$10 a 19 miliardi nel 1982, sono stati quasi tutti gravati da crescenti vincoli esterni che li hanno spinti ad adottare politiche di gestione della domanda meno espansive, e a ridurre fortemente la crescita del loro volume di importazioni, da una media superiore al 20% nel 1980-81, al 2% soltanto nel 1982. La più ampia riduzione delle importazioni reali, pari al 35% circa, è stata registrata dalla Nigeria. Nei paesi OPEC a bassa capacità di importazione, il cui avanzo corrente aggregato di \$16 miliardi è rimasto ancora ampio, seppur fortemente ridotto, la crescita delle importazioni reali nel 1982, pari al 13%, è stata non molto inferiore all'aumento medio del 17% nel biennio 1980-81. Gran parte della flessione nella crescita delle importazioni in volume di questo gruppo è imputabile ad un calo del 45% nel valore delle importazioni della Libia.

Paesi OPEC: impiego delle eccedenze disponibili, 1981-82. Stime¹

Voci	1981	1982		
		anno	primo semestre	secondo semestre
miliardi di dollari USA				
Eccedenza disponibile identificata	49,5	3,1	8,5	- 5,4
Impieghi a breve termine	0,6	-16,2	- 6,7	- 9,5
di cui:				
negli Stati Uniti ²	- 2,5	4,8	6,1	- 1,3
nel Regno Unito ²	8,2	- 8,2	- 5,8	- 2,4
(di cui: depositi in eurovalute)	(7,8)	(- 9,4)	(- 6,5)	(- 2,9)
in altri paesi industriali ³	- 5,1	-12,8	- 7,0	- 5,8
Impieghi a lungo termine	48,9	19,3	15,2	4,1
di cui:				
negli Stati Uniti	18,8	7,6	6,5	1,1
nel Regno Unito	1,1	- 0,8	0,1	- 0,9
in altri paesi industriali	19,4	6,6	5,9	0,7
presso istituzioni internazionali ⁴	2,4	2,0	0,1	1,9
in paesi in via di sviluppo	7,2	3,9	2,6	1,3

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

Fonte: Banca d'Inghilterra.

Per ciò che riguarda la struttura dei flussi finanziari con l'estero dei paesi dell'OPEC nel 1982, dalla tabella precedente emergono tre aspetti principali dell'evoluzione delle eccedenze disponibili identificate del gruppo nel suo insieme. In primo luogo, in concomitanza con la scomparsa dell'avanzo corrente, in complesso i nuovi investimenti lordi identificati all'estero dei paesi dell'OPEC si sono ridotti a \$ 3,1 miliardi, poiché una flessione di \$ 16,2 miliardi negli impieghi a breve termine è stata più che compensata da nuovi investimenti a lungo termine per \$ 19,3 miliardi. In secondo luogo, vi è stato un trasferimento di impieghi a breve dal Regno Unito e da altri paesi industriali verso gli Stati Uniti. In terzo luogo, sia la crescita complessiva delle attività estere, sia la redistribuzione geografica degli impieghi a breve termine sono avvenute nel primo semestre del 1982, mentre nella seconda metà dell'anno le attività complessive riportate nella tabella si sono ridotte di \$ 5,4 miliardi. All'interno del gruppo la situazione relativa ai paesi eccedentari è stata differente da quella dei paesi in disavanzo, come mostrano chiaramente i movimenti nei depositi dei paesi a bassa ed elevata capacità di importazione presso le banche dichiaranti alla BRI situate al di fuori degli Stati Uniti (una disaggregazione delle passività e attività delle banche USA nei confronti dei paesi a bassa ed elevata capacità di importazione non è disponibile). I depositi dei principali paesi a bassa capacità di importazione presso tali banche hanno segnato nel 1982 un calo di \$ 1 miliardo, mentre i paesi ad elevata capacità di importazione, sempre nel 1982, hanno ridotto i propri depositi di \$ 23 miliardi. Poiché questa riduzione si aggiunge a un decremento di \$ 13,5 miliardi nel 1981, alla fine del 1982 i paesi OPEC ad elevata capacità di importazione avevano ridotto del 40% le attività che essi detenevano presso le banche situate al di fuori degli Stati Uniti alla fine del 1980. E' possibile, tuttavia, che una parte di questi fondi sia stata trasferita presso banche situate negli Stati Uniti.

La carenza di valute convertibili aveva spinto la maggior parte dei *paesi ad economia pianificata* ad adottare politiche economiche interne di restrizione fin dall'inizio del decennio. Le riduzioni di \$4 e 5 miliardi rispettivamente nel 1981 e nel 1982 nelle importazioni aggregate dai paesi occidentali, hanno rappresentato un importante fattore alla base del miglioramento della bilancia commerciale del gruppo, pari a \$7 miliardi circa in ciascuno degli ultimi due anni. Le partite correnti aggregate sono passate in attivo nel 1982, e l'indebitamento netto di questi paesi nei confronti delle banche dichiaranti alla BRI si è ridotto. Le passività lorde dei paesi dell'Europa orientale nei confronti delle banche sono diminuite di \$4,7 miliardi, cioè di un importo esattamente uguale a quello dei fondi mutuati nell'anno precedente, mentre i loro depositi sono stati incrementati per \$2 miliardi. Inoltre, la posizione creditoria netta della Cina nei confronti delle banche, dopo un miglioramento di \$2,7 miliardi nel 1981, ha registrato un ulteriore rafforzamento, pari a \$3,5 miliardi, nel 1982.

Le ripercussioni dell'aggiustamento nel resto del mondo sui paesi del Gruppo dei Dieci. Poiché i paesi al di fuori del Gruppo dei Dieci hanno reagito ai vincoli esterni riducendo il volume delle importazioni, queste misure di aggiustamento si sono a loro volta ripercosse sui paesi del Gruppo dei Dieci. La flessione delle esportazioni di questi ultimi non solo ha impedito nel 1982 un miglioramento del saldo commerciale aggregato del Gruppo, ma ha anche acuito la recessione nel mondo industriale. Se, ad esempio, nel 1982 le esportazioni reali del Gruppo dei Dieci non si fossero ridotte, ma avessero mantenuto la stessa dinamica ascendente del biennio 1980-81, il reddito nazionale aggregato dei paesi del Gruppo dei Dieci sarebbe stato, *coeteris paribus*, di circa mezzo punto percentuale più elevato di quanto è stato effettivamente. In effetti le forze recessive ritrasmesse dal resto del mondo sono divenute particolarmente pronunciate nella seconda metà del 1982, quando il volume di esportazioni è caduto del 4,5%.

L'andamento delle bilance dei pagamenti nei paesi del Gruppo dei Dieci

Le partite correnti. Lo scorso l'anno il disavanzo aggregato delle partite correnti dei paesi del Gruppo dei Dieci si è ampliato di \$2,7 miliardi, salendo a \$6,2 miliardi, nonostante una riduzione di \$40 miliardi negli esborsi petroliferi netti, una flessione del 12% nei prezzi delle materie prime non petrolifere ed un aumento negli introiti netti per redditi da capitali. Il mancato miglioramento delle partite correnti aggregate del gruppo sembra imputabile a due fattori. In primo luogo, l'aumento dalla discrepanza nel saldo corrente mondiale nel 1982 - che, come argomentato precedentemente, sembra essere soprattutto dipeso dalla contrazione del commercio mondiale - può facilmente mascherare qualche miglioramento nella bilancia commerciale aggregata. In secondo luogo, l'adozione di politiche restrittive in altri paesi ha ridotto nel 1982 la domanda di esportazioni di beni e servizi provenienti dal Gruppo dei Dieci. Questo secondo fattore ha acquisito progressivamente importanza nel corso dell'anno, come dimostra il notevole deterioramento del saldo commerciale degli Stati Uniti nel secondo semestre, quando i mercati delle esportazioni nell'emisfero occidentale hanno attraversato una fase di particolare debolezza.

Il forte deterioramento della posizione degli Stati Uniti ha fatto sí che la bilancia aggregata delle partite correnti dei paesi del Gruppo dei Dieci sia passata, su

base annua destagionalizzata, da un attivo di \$ 6 miliardi nel primo semestre ad un disavanzo di \$ 18 miliardi nel secondo semestre del 1982. La posizione aggregata degli altri paesi è migliorata leggermente in corso d'anno. Ancor più importante è tuttavia il fatto che le variazioni nella posizione congiunturale e concorrenziale relativa dei singoli paesi hanno prodotto tra il 1981 e il 1982 alcuni marcati spostamenti nei rispettivi saldi correnti.

Al di fuori degli Stati Uniti il più ampio deterioramento delle partite correnti è stato registrato dalla Francia, il cui disavanzo ha superato di due volte e mezzo il livello del 1981. Anche il disavanzo della Svezia si è ampliato, specialmente nel secondo semestre, e l'eccedenza del Regno Unito, seppur ancora considerevole, è stata pari a poco più della metà dell'avanzo record del 1981. Tutti gli altri paesi del gruppo hanno registrato miglioramenti nelle partite correnti, tra i quali i più ampi hanno portato in attivo le partite correnti della Germania e del Canada.

L'inversione nel saldo delle partite correnti degli *Stati Uniti*, da un avanzo di \$ 4,5 miliardi nel 1981 ad un disavanzo di \$ 8,1 miliardi nel 1982, è stata di gran lunga la più pronunciata nell'ambito del Gruppo dei Dieci. Gran parte del deterioramento si è concentrato nel saldo commerciale, il cui disavanzo destagionalizzato si è più che raddoppiato, raggiungendo \$ 24,5 miliardi nella seconda metà dell'anno. L'aumento di questo disavanzo può essere attribuito all'effetto combinato della debolezza sui mercati di esportazione e della perdita di competitività internazionale. Dal lato delle esportazioni, questi due fattori hanno complessivamente provocato una flessione del 12% in termini reali; dal lato delle importazioni, la maggiore competitività in termini di prezzo dei fornitori esteri di prodotti non petroliferi sembra avere grosso modo controbilanciato l'effetto del rallentamento della domanda interna statunitense, in quanto il volume delle importazioni non petrolifere è rimasto invariato. Tuttavia, malgrado il pronunciato deterioramento della competitività degli Stati Uniti, negli anni recenti la penetrazione delle importazioni nel settore non petrolifero non è praticamente aumentata, né in termini di valore, né in termini di volume. Ciò sembra indicare che i margini di profitto, piuttosto che le quantità, hanno sopportato il peso maggiore dell'aggiustamento competitivo nelle industrie statunitensi esposte alla concorrenza internazionale, e altresì che potrebbe essere migliorata la redditività delle esportazioni destinate al mercato americano.

Le variazioni nel volume degli scambi hanno dunque dato origine, l'anno passato, ad un peggioramento di oltre \$ 25 miliardi nel saldo commerciale non petrolifero. Tuttavia, un modesto miglioramento nelle ragioni di scambio non petrolifere ed una riduzione di \$ 16 miliardi negli esborsi per le importazioni di greggio hanno limitato a \$ 8,4 miliardi il peggioramento del disavanzo commerciale complessivo.

La riduzione di \$ 25 miliardi nelle esportazioni si è distribuita su tutte le principali categorie merceologiche. La più ampia flessione, di \$ 7,5 miliardi, ha riguardato le vendite di beni d'investimento, cui sono seguite riduzioni di \$ 6,9 miliardi nei prodotti agricoli e di \$ 6,2 miliardi in quelli industriali. Le importazioni non petrolifere sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto al 1981, dato che la flessione di \$ 7,2 miliardi nelle importazioni di prodotti industriali è stata compensata da incrementi nelle altre categorie merceologiche.

Una disaggregazione per aree geografiche del commercio degli Stati Uniti pone in evidenza un miglioramento di \$ 18 miliardi nell'interscambio coi paesi dell'OPEC, la cui quota sul totale delle importazioni petrolifere degli Stati Uniti si è ridotta di oltre un quinto. Per contro, si sono registrati peggioramenti, rispettivamente di \$ 11,2 e 14,4 miliardi, nell'interscambio commerciale con i PVS non OPEC e con i paesi industriali. La metà della flessione totale delle esportazioni statunitensi nel 1982 va attribuita alle minori vendite al Canada e al Messico.

L'avanzo nelle partite invisibili è sceso da \$ 32,4 a 28,2 miliardi tra il 1981 ed il 1982. I redditi netti da investimenti diretti si sono ridotti di \$ 6 miliardi per l'effetto combinato del rafforzamento del dollaro e della recessione.

In *Francia* tra il 1981 e il 1982 il saldo negativo delle partite correnti si è accresciuto da \$ 4,8 a \$ 12 miliardi. Questo peggioramento ha riguardato per più di quattro quinti il saldo commerciale, il cui disavanzo è salito da \$ 10 a 15,8 miliardi. Poiché le ragioni di scambio sono rimaste praticamente invariate, l'incremento delle importazioni nette nel 1982 va interamente ascritto all'andamento sfavorevole delle importazioni e delle esportazioni in volume, che sembrano essersi mosse in linea con le pressioni relative della domanda in Francia e negli altri paesi industriali. La domanda interna reale in Francia è aumentata quasi del 4% e, mentre il volume delle importazioni di prodotti energetici si è ridotto, quello delle importazioni di prodotti non energetici è cresciuto del 5,5%. Al tempo stesso, le esportazioni sono diminuite del 3% circa in volume. Questi fattori congiunturali hanno influito particolarmente sull'interscambio con gli altri paesi dell'OCSE, il cui avanzo totale nei confronti della Francia, sulla base dei dati doganali, è passato da \$ 11,3 miliardi nel 1981 a \$ 16,6 miliardi nel 1982. Per categorie di merci, il deterioramento si è concentrato nell'interscambio di prodotti industriali, ove l'eccedenza di \$ 9 miliardi della Francia nel 1981 si è più che dimezzata nel 1982. L'eccedenza delle partite invisibili, si è ridotta di \$ 1,4 miliardi lo scorso anno, per effetto dei maggiori trasferimenti unilaterali del settore pubblico.

In *Svezia* il disavanzo delle partite correnti è peggiorato di \$ 0,6 miliardi, raggiungendo \$ 3,4 miliardi nel 1982. Il deterioramento ha riguardato quasi per intero la bilancia commerciale ed è imputabile a variazioni sfavorevoli nelle quantità nette scambiate; le esportazioni reali sono cresciute del 3%, ma il volume delle importazioni è aumentato ad un tasso quasi doppio. L'espansione nel volume delle esportazioni si è concentrata nella prima metà dell'anno, allorché il guadagno di competitività derivante dalla svalutazione della corona nel settembre del 1981 è stato rafforzato dalla relativa sostenutezza dei mercati di esportazione. Dal lato delle importazioni, la cui crescita in volume contrasta con un ristagno del PNL reale, l'incremento può aver rappresentato un recupero rispetto all'anno precedente, quando le importazioni in volume si erano ridotte del 6% in presenza di un ampio decumulo di scorte.

Nel *Regno Unito* l'avanzo delle partite correnti nel 1982 si è ridotto a \$ 6,8 miliardi rispetto al livello senza precedenti di \$ 12,6 miliardi dell'anno prima. Un ulteriore aumento dell'avanzo petrolifero, da \$ 6,3 a 8,1 miliardi, è stato controbilanciato da un peggioramento di entità ancor maggiore sia dell'interscambio non petrolifero, passato da un sostanziale pareggio nel 1981 ad un disavanzo di \$ 4,2 miliardi, sia delle partite invisibili, il cui avanzo si è dimezzato. Poiché nel settore non petrolifero sia le ragioni di scambio sia il volume delle esportazioni sono rimasti

sostanzialmente invariati rispetto all'anno precedente, il fattore principale alla base del deterioramento della bilancia commerciale è stato un incremento del 7% nel volume delle importazioni non petrolifere, il più alto registrato nel 1982 nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci. I maggiori beneficiari dell'aumento nella domanda di importazioni sono stati gli altri paesi della CEE, che, sulla base dei dati doganali, hanno contribuito per più del 60% all'incremento totale nel valore delle importazioni non petrolifere del Regno Unito. L'aumento delle importazioni ha riguardato quasi integralmente i manufatti, per cui l'avanzo di \$9,6 miliardi registrato nell'interscambio di questi prodotti nel 1981 si è più che dimezzato nel 1982.

Anche se il volume delle importazioni non petrolifere è cresciuto fortemente nel complesso dell'anno, tra il primo e il secondo semestre del 1982 si è registrata una flessione del 3%, nonostante un'accelerazione della domanda di beni di consumo nel corso dell'anno. Ciò può riflettere in parte un miglioramento della posizione competitiva dell'industria manifatturiera nazionale a partire dal 1980, come anche un notevole decumulo di scorte nel secondo semestre. Poiché anche l'andamento delle esportazioni è migliorato nella seconda parte dell'anno, la bilancia commerciale complessiva si è considerevolmente rafforzata nell'ultimo trimestre quando l'attivo, pari a \$2,1 miliardi, ha rappresentato più della metà del totale per l'intero anno.

L'avanzo delle partite invisibili del Regno Unito si è ridotto da \$6,3 miliardi nel 1981 a \$3,0 miliardi lo scorso anno, principalmente a causa di minori introiti netti per interessi, profitti e dividendi del settore privato, di riflesso ad una contrazione dei rendimenti netti degli investimenti diretti e degli investimenti delle compagnie petrolifere.

Tra tutti i paesi del Gruppo dei Dieci, nel 1982 *la Germania* ha registrato il più ampio miglioramento nelle partite correnti. Quasi esclusivamente per effetto del forte miglioramento di \$8,5 miliardi dell'avanzo commerciale, la bilancia delle partite correnti è passata da un passivo di \$6,5 miliardi nel 1981 ad un attivo di \$3,2 miliardi nel 1982. Oltre a ciò, il tradizionale disavanzo dei servizi e dei trasferimenti si è ridotto di \$1,2 miliardi. Il miglioramento della bilancia corrente stagionalizzata è continuato per tutto l'anno, partendo da un disavanzo di \$0,3 miliardi nel primo trimestre fino ad arrivare a un attivo di \$2 miliardi nel quarto.

Il fattore determinante alla base dell'eccedenza commerciale dello scorso anno, pari a \$24,2 miliardi, è stato un miglioramento del 4% nelle ragioni di scambio. In termini di dollari, i prezzi all'esportazione tedeschi si sono ridotti solo del 2% e quelli all'importazione del 6%. Soprattutto a causa dell'effetto ritardato del deprezzamento del cambio reale effettivo del marco nel 1980-81, il volume delle esportazioni è cresciuto del 2%; questo miglioramento, tuttavia, si è concentrato nei primi mesi dell'anno. I maggiori incrementi si sono avuti nelle vendite ai paesi OPEC a bassa capacità di importazioni, all'Unione Sovietica ed ai maggiori paesi della CEE; quasi un terzo dell'incremento nel valore totale delle esportazioni è imputabile agli autoveicoli.

Il modesto aumento dell'1% nelle importazioni reali per l'intero anno è il riflesso di una domanda interna generalmente debole e di ulteriori riduzioni nelle importazioni di prodotti energetici, che nel quarto trimestre del 1982 erano inferiori del 5% circa rispetto al livello del corrispondente periodo dell'anno precedente. Le

importazioni reali sono state relativamente sostenute nei primi mesi dell'anno, ma successivamente sono rallentate. Nel 1982 si sono avuti notevoli spostamenti nella distribuzione geografica delle importazioni, che in alcuni casi sembrano riconducibili soprattutto a mutamenti nella posizione competitiva dei paesi produttori. Mentre la Danimarca, l'Austria ed i Paesi Bassi hanno accresciuto le loro quote sul mercato tedesco, le importazioni dagli Stati Uniti, dalla Francia (esclusi i velivoli) e dalla Svezia hanno perso terreno. In seguito alla migliorata posizione competitiva dell'industria automobilistica tedesca nel 1982, le importazioni dal Giappone sono calate ad un tasso doppio rispetto alle importazioni totali, anche se va ricordato che negli anni precedenti gli esportatori giapponesi avevano ampliato notevolmente la loro quota sul mercato tedesco.

In *Canada*, le partite correnti hanno segnato un miglioramento nel 1982, passando da un disavanzo di \$ 4,5 miliardi a un'eccedenza di \$ 2,1 miliardi, la prima dal 1973. L'avanzo commerciale, pari a \$ 14,7 miliardi, si è più che raddoppiato, soprattutto di riflesso alla grave recessione canadese. La domanda interna complessiva si è ridotta nel 7% nel 1982 – in misura molto maggiore che in qualsiasi altro paese del Gruppo dei Dieci – e le importazioni reali sono calate del 15%. D'altra parte, il volume complessivo delle esportazioni ha mantenuto il livello del 1981 nonostante una flessione del 4% nel volume delle vendite agli Stati Uniti, che costituiscono i due terzi delle esportazioni del Canada. Principalmente per effetto di questi andamenti nelle quantità, il saldo commerciale bilaterale con gli Stati Uniti è migliorato di \$ 7,1 miliardi.

Altri tre paesi del Gruppo dei Dieci hanno registrato più elevate eccedenze delle partite correnti nel 1982. In *Giappone* l'aumento da \$ 4,8 a 6,9 miliardi, è derivato da una riduzione di entità ancor maggiore (\$ 4,0 miliardi) nel disavanzo delle partite invisibili, a sua volta dovuta soprattutto ad un aumento dei redditi netti da capitale. L'avanzo commerciale, al contrario, si è ridotto da \$ 20 a \$ 18,1 miliardi, con un peggioramento di \$ 7 miliardi circa nella bilancia non petrolifera, in quanto in valore le esportazioni sono diminuite più delle importazioni non petrolifere. L'andamento relativamente deludente delle esportazioni giapponesi nel 1982 – la riduzione del 3% in volume ha superato la contrazione del commercio mondiale – è in parte sorprendente, ove si consideri il notevole miglioramento della posizione competitiva nel corso dell'anno, e può essere connesso con i vincoli alle esportazioni in presenza di crescenti pressioni protezionistiche in altri paesi. La debolezza delle esportazioni è stata particolarmente pronunciata nella seconda metà dell'anno, quando il loro valore destagionalizzato era inferiore di oltre il 10% al livello del primo semestre. Una disaggregazione per aree geografiche mostra che le esportazioni del Giappone verso i suoi due mercati principali, gli Stati Uniti e l'Estremo oriente – ciascuno dei quali aveva assorbito il 26% delle esportazioni giapponesi nel 1981 – sono calate del 6% e del 10% rispettivamente nel 1982.

Il miglioramento che aveva caratterizzato le partite correnti dei *Paesi Bassi* a partire dal 1980 è continuato lo scorso anno, anche se la parte di gran lunga maggiore dell'avanzo di \$ 3,4 miliardi è stata registrata nel primo semestre del 1982. L'attivo commerciale, pari a \$ 3,9 miliardi, è rimasto al livello del 1981, mentre il disavanzo delle partite invisibili si è ridotto di \$ 0,5 miliardi, grazie ad un aumento dell'eccedenza della bilancia dei trasporti e ad un minore disavanzo nei redditi netti da capitale e lavoro e nei trasferimenti netti. Nel corso dell'anno il volume delle

esportazioni si è ridotto di quasi l'1%, a causa di una considerevole contrazione nel settore energetico. Le importazioni reali, che erano diminuite del 7% nel 1981, soprattutto in seguito ad un notevole decumulo di scorte, hanno registrato un'ulteriore flessione dello 0,5% nel 1982, leggermente inferiore a quella della domanda interna.

In Svizzera l'eccedenza delle partite correnti si è accresciuta di \$0,8 miliardi, raggiungendo \$3,4 miliardi nel 1982. Un miglioramento del 5% nelle ragioni di scambio è stato il principale fattore della riduzione del disavanzo commerciale, sceso a \$1,5 miliardi. Le quantità scambiate sono calate in misura significativa, con una flessione delle esportazioni reali (del 4,5%) doppia rispetto a quella delle importazioni reali. Il ridotto volume delle importazioni ha rispecchiato un calo congiunturale della domanda, che è avvenuto con ritardo rispetto ad altri paesi ed ha riguardato tutte le categorie di importazioni, ad eccezione dei beni di consumo. La riduzione nel volume delle esportazioni ha avuto un ruolo importante nella flessione dell'1,7% del PNL nel 1982, dal momento che le esportazioni costituiscono quasi il 30% del prodotto totale.

In Italia il disavanzo delle partite correnti è diminuito da \$8,1 miliardi nel 1981 a \$5,5 miliardi lo scorso anno. La maggior parte del miglioramento ha riguardato la bilancia commerciale, il cui saldo negativo si è ridotto di \$2,7 miliardi scendendo a \$7,9 miliardi, grazie ad un miglioramento del 4% nelle ragioni di scambio. L'avanzo delle partite invisibili, che nel 1981 era fortemente diminuito soprattutto a causa dei più elevati pagamenti per interessi, ha registrato una variazione minima nel 1982. Il volume delle esportazioni, per l'anno nel suo insieme, si è mantenuto all'incirca al livello del 1981; al notevole aumento del 13% registrato nel primo semestre è seguito un calo del 9% nella seconda metà dell'anno.

Il volume delle importazioni, dopo essersi ridotto di quasi il 9% nel 1981, è aumentato leggermente nel 1982, malgrado vi sia stata una trascurabile riduzione dell'attività economica interna nel complesso dell'anno. L'espansione delle importazioni reali si è concentrata nella prima metà dell'anno, e gran parte di essa è dovuta probabilmente alla cessazione, in febbraio, dell'obbligo di deposito infruttifero sui pagamenti all'estero. Nel secondo semestre, quando la produzione industriale si è ridotta ad un tasso annuo di oltre il 10%, il volume delle importazioni era inferiore del 10% al livello del primo semestre.

Il miglioramento nel saldo corrente dell'*Unione Economica del Belgio-Lussemburgo*, iniziato nel 1981, è continuato lo scorso anno con un'ulteriore flessione del disavanzo a \$3 miliardi. Sia il saldo commerciale sia le partite invisibili hanno segnato un miglioramento di \$0,8 e 0,4 miliardi rispettivamente. Il Belgio è riuscito ad accrescere il volume delle proprie esportazioni in ciascuno degli ultimi tre anni, nonostante che la sua economia sia la più aperta tra quelle dei paesi del Gruppo dei Dieci - e quindi particolarmente esposta alle variazioni nell'andamento del commercio mondiale - e che la sua struttura industriale (ad esempio, il settore siderurgico) sia relativamente sensibile alla recessione. Questo risultato è stato raggiunto in parte attraverso un miglioramento della redditività delle esportazioni ed in parte mediante un contenimento della domanda interna che ha convogliato la produzione verso il settore delle esportazioni. Nel 1982 le esportazioni sono

aumentate quasi del 2% in termini di volume, soprattutto grazie ad un migliore andamento sul mercato statunitense, mentre l'incremento totale delle importazioni è stato trascurabile.

I saldi dei movimenti di capitali. Lo scorso anno i saldi dei movimenti di capitali dei paesi del Gruppo dei Dieci hanno presentato tre principali caratteristiche. In primo luogo, negli Stati Uniti i continuati e ampi deflussi netti del settore bancario si sono accompagnati ad afflussi ancor maggiori di capitali del settore privato non bancario, compreso un volume senza precedenti di afflussi non identificati. Una parte significativa degli afflussi di capitali negli Stati Uniti nel 1982 è provenuta da altri maggiori paesi industriali. In effetti, la seconda caratteristica di rilievo nella struttura dei movimenti di capitali è stato l'ampio deflusso di fondi dei settori privati non bancari in Giappone, Germania, Svizzera, Paesi Bassi e Regno Unito, tutti paesi che hanno presentato posizioni di parte corrente relativamente favorevoli. In Giappone e nel Regno Unito, i deflussi sono stati di entità tale che, nonostante la sostanziale eccedenza delle partite correnti, si è avuto un marcato deterioramento della posizione monetaria ufficiale netta di questi paesi. Il terzo aspetto saliente è stata l'esigenza delle autorità di quattro paesi con ampi disavanzi dei pagamenti correnti di ricorrere all'indebitamento estero, nonché, in alcuni casi, all'impiego di riserve valutarie per finanziare questi disavanzi.

Paesi del Gruppo dei Dieci:
flussi di capitali e variazioni nelle posizioni monetarie ufficiali nette, 1981-82

Paesi	Anni	Settore ufficiale ¹	Settore privato			Totale flussi di capitali identificati	Errori ed omissioni	Variazione nella posizione monetaria ufficiale netta ²
			totale	flussi bancari a breve	altri flussi			
miliardi di dollari								
Belgio-Lussemburgo	1981	6,4	- 4,8	- 3,7 ³	- 1,1	1,6	- 0,1	2,7
	1982	5,5	- 3,5	- 3,2 ³	- 0,3	2,0	0,0	1,0
Canada	1981	6,2	6,9	16,2	- 9,3	13,1	- 7,6	- 1,0
	1982	6,6	- 7,3	- 4,3	- 3,0	- 0,7	- 2,0	0,6
Francia	1981	- 0,9	3,0	8,0	- 5,0	2,1	- 2,3	5,0
	1982	2,3	5,4	2,2	3,2	7,7	- 0,9	5,2
Germania	1981	8,0	- 3,7	- 4,2	0,5	4,3	1,3	0,9
	1982	2,1	- 4,2	3,5	- 7,7	- 2,1	0,1	- 1,2
Giappone	1981	- 1,4	0,4	6,4	- 6,0	- 1,0	0,5	- 4,2
	1982	- 1,7	-14,9	0,0	-14,9	-16,6	4,7	5,0
Italia	1981	4,4	4,3	- 1,3	5,6	8,7	- 0,6	- 0,0
	1982	2,3	- 1,9	- 2,3	0,4	0,4	0,9	4,2
Paesi Bassi	1981	- 0,2	- 2,7	- 0,8	- 2,1	- 2,9	- 0,8	0,7
	1982	- 0,0	- 1,6	2,5	- 4,1	- 1,6	- 0,0	- 1,9
Regno Unito	1981	- 3,6	-15,3	1,5 ³	-16,8	-18,9	1,2	5,1
	1982	- 0,0	- 1,8	10,0 ³	-11,8	- 1,8	- 7,8	2,9
Stati Uniti	1981	- 5,4	-25,7	-43,3 ³	17,6	-31,1	25,8	0,8
	1982	- 5,8	-26,0	-43,8 ³	17,8	-31,8	41,9	- 1,9
Svezia	1981	1,3	2,0	1,3	0,7	3,3	- 0,3	- 0,3
	1982	2,4	0,8	0,4	0,4	3,2	0,2	- 0,0
Svizzera	1981	.	- 5,1	4,0 ³	- 9,1	- 5,1	2,7	- 0,2
	1982	.	-10,2	2,1 ³	-12,3	-10,2	7,4	- 0,6

¹ Comprende soltanto i capitali a lungo termine. ² Escluse l'assegnazione di DSP e gli aggiustamenti di cambio; il segno negativo indica un miglioramento. ³ Comprende i flussi bancari a lungo termine.

Considerando gli andamenti nei singoli paesi lo scorso anno, la bilancia dei movimenti di capitali degli *Stati Uniti*, ha mostrato per lo più cambiamenti molto limitati. In effetti tre ampie categorie di flussi aggregati di capitali – i deflussi netti ufficiali per \$5,8 miliardi, gli afflussi netti di \$17,8 miliardi attraverso il settore privato non bancario e i deflussi netti attraverso le banche per \$43,8 miliardi – sono rimaste praticamente invariate rispetto al 1981. Tuttavia, nel 1982 la voce "errori ed omissioni", che probabilmente consiste per la maggior parte di afflussi di capitali non identificati, ha superato il livello già elevato di \$25,8 miliardi del 1981, raggiungendo un ammontare senza precedenti di \$41,9 miliardi, controbilanciando grosso modo il peggioramento delle partite correnti.

Gli ingenti afflussi di capitali del settore privato non bancario negli Stati Uniti sono imputabili a tre fattori: i differenziali nei tassi d'interesse, particolarmente ampi nella prima metà dell'anno; la crisi debitoria internazionale e le conseguenti preoccupazioni per la stabilità del sistema bancario internazionale, che hanno prodotto ampi afflussi negli Stati Uniti nella seconda metà dell'anno; le favorevoli aspettative di cambio, determinate dalla forza del dollaro sui mercati dei cambi nei primi dieci mesi del 1982.

Tuttavia, queste cifre aggregate mascherano alcuni cambiamenti di rilievo nei flussi di capitali del settore privato negli Stati Uniti. Mentre l'afflusso netto di \$11,6 miliardi per investimenti diretti si è ridotto di \$1 miliardo soltanto rispetto al 1981, le sue componenti hanno registrato notevoli variazioni. Il saldo degli investimenti diretti da parte di residenti USA, che nel 1981 aveva registrato un deflusso di \$8,7 miliardi, ha presentato, per la prima volta nel dopoguerra, un afflusso di \$2,2 miliardi, principalmente dovuto ai movimenti nei conti intrasocietari. Come già menzionato nella Relazione annuale dello scorso anno, questi afflussi hanno rispecchiato l'indebitamento all'estero delle società statunitensi, in parte sui mercati euobbligazionari, attraverso le loro consociate estere. Infatti, più della metà dell'inversione nel saldo degli investimenti diretti USA è riconducibile ad un accresciuto finanziamento attraverso le affiliate nelle Antille Olandesi. Gli investimenti netti diretti esteri degli Stati Uniti si sono ridotti a \$9,4 miliardi, rispetto al livello eccezionalmente elevato di \$21,3 miliardi del 1981, soprattutto di riflesso ai minori afflussi dai paesi della CEE e dal Canada. Le transazioni di portafoglio, che nel 1981 avevano dato origine ad un afflusso netto di \$3,1 miliardi, hanno portato ad un modesto deflusso netto di \$0,9 miliardi, principalmente dovuto al forte aumento degli acquisti di titoli esteri da parte di residenti statunitensi nella seconda metà dell'anno. In certa misura, tuttavia, questo andamento è stato controbilanciato dall'acquisto di certificati e buoni del Tesoro da parte di non residenti, che ha prodotto un afflusso netto a breve di \$6 miliardi, nettamente superiore a quello di \$1,5 miliardi del 1981.

I deflussi netti attraverso il settore bancario, analizzati nel Capitolo VI, sono stati pari a \$43,8 miliardi, rimanendo praticamente invariati rispetto al 1981. Mentre i flussi netti si sono distribuiti in maniera alquanto uniforme nei due semestri dell'anno, la crescita delle attività e delle passività è rallentata considerevolmente nel secondo semestre.

La concomitanza di amplissimi deflussi netti attraverso le banche e di ancora più ingenti afflussi attraverso il settore privato non bancario sottolinea l'importanza del ruolo degli Stati Uniti come intermediario del risparmio e dell'investimento

Stati Uniti: distribuzione geografica
dei flussi netti di capitali del settore privato, 1980-82¹

Voci	Anni	Totale paesi	Europa occidentale e Canada	Giappone	America Latina	Asia e Africa ²	Altri ³
		in miliardi di dollari					
Flussi netti totali del settore privato	1980	- 7,5	-37,5	9,1	-12,3	36,2	- 3,0
	1981	- 3,0	-22,8	14,3	-19,9	29,4	- 4,0
	1982	8,9	-14,6	16,2	- 6,1	15,1	- 1,7
Flussi di capitali identificati . . .	1980	-36,4	-26,6	- 0,3	-22,9	14,6	- 1,2
	1981	-28,8	-25,7	1,9	-12,8	9,5	- 1,7
	1982	-33,0	-17,0	- 3,2	-13,6	- 3,1	3,9
<i>di cui:</i>							
investimenti diretti	1980	- 5,6	- 6,0	0,7	- 1,2	2,0	- 1,1
	1981	12,6	10,1	2,2	1,4	- 0,1	- 1,0
	1982	11,6	5,5	1,8	6,1	- 2,0	0,2
altri flussi non bancari	1980	5,3	3,9	- 0,7	- 0,2	1,3	1,0
	1981	1,9	3,5	0,1	0,0	- 0,9	- 0,8
	1982	- 0,8	2,5	- 0,9	1,6	- 3,1	- 0,9
flussi bancari	1980	-36,1	-24,5	- 0,3	-21,5	11,3	- 1,1
	1981	-43,3	-39,3	- 0,4	-14,2	10,5	0,1
	1982	-43,8	-25,0	- 4,1	-21,3	2,0	4,6
Flussi di capitali non identificati ⁴	1980	28,9	-10,9	9,4	10,6	21,6	- 1,8
	1981	25,8	2,9	12,4	- 7,1	19,9	- 2,3
	1982	41,9	2,4	19,4	7,5	18,2	- 5,6

¹ Escluse le transazioni in titoli del Tesoro USA da parte di non residenti. ² Esclusi il Giappone ed il Sud Africa.
³ Comprende le istituzioni internazionali e le partite non classificate. ⁴ Equivale alla voce "errori ed omissioni".

realizzati in altre parti del mondo. La tabella, che evidenzia la distribuzione geografica dei flussi di capitali privati tra gli Stati Uniti e il resto del mondo negli anni recenti, mostra tre andamenti significativi.

In primo luogo, il saldo dei flussi totali del settore privato (escluse le transazioni di titoli del Tesoro USA da parte di non residenti, ma inclusi i flussi non identificati) nei confronti dei principali paesi industriali (Europa occidentale, Canada e Giappone) è passato da deflussi netti per \$28,4 miliardi nel 1980 ad un afflusso netto di \$1,6 miliardi nel 1982. Questa variazione ha riguardato principalmente gli investimenti diretti, i flussi bancari e le transazioni non identificate, mentre gli altri flussi non bancari, in gran parte costituiti da operazioni di portafoglio e prestiti, hanno presentato modeste variazioni. In secondo luogo, nel 1980 e nel 1981 la parte di gran lunga maggiore degli afflussi di capitali è provenuta dai PVS dell'Africa e dell'Asia, che non solo hanno collocato cospicui importi presso le banche statunitensi, ma hanno anche dato origine ad un'ampia parte degli afflussi non identificati negli Stati Uniti. Non è improbabile che buona parte di questi afflussi sia provenuta dai paesi esportatori di petrolio di queste aree. Tuttavia, poiché molti investimenti OPEC rientrerebbero tra i flussi ufficiali non compresi nella tabella, è probabile che anche un certo numero di altri paesi dell'Asia e dell'Africa abbia effettuato esportazioni nette di capitali verso gli Stati Uniti. Nel 1982 il totale degli afflussi netti privati dall'Asia e dall'Africa verso gli Stati Uniti si è ridotto quasi del 50%, scendendo a \$15,1 miliardi, senza dubbio in connessione con la flessione dell'ecedenza delle partite correnti dei paesi OPEC. Il principale esportatore singolo di capitali negli Stati Uniti nel 1982 è stato il Giappone, i cui tassi d'interesse si situavano ai più bassi livelli nell'ambito dei paesi sviluppati. In terzo luogo, le

banche negli Stati Uniti sono state importanti erogatrici di capitali ai paesi dell'America Latina, per importi che fino allo scorso anno eccedevano di gran lunga le esportazioni di capitali in altre forme da questi paesi verso gli Stati Uniti. Tuttavia, nel 1982 vi è stata una nettissima riduzione dei deflussi netti verso quest'area, presumibilmente connessa alla fuga di capitali interni dai paesi dell'America Latina con seri problemi di indebitamento esterno.

L'eccezionale volume dei deflussi bancari netti dagli Stati Uniti negli anni recenti, come anche degli afflussi netti provenienti da altre transazioni private (compresi gli afflussi non identificati) solleva interrogativi sulla desiderabilità di movimenti di fondi di questa entità. Chiaramente i flussi di fondi verso gli Stati Uniti — anche se in certa misura hanno semplicemente rispecchiato il rientro, attraverso i conti intrasocietari, di crediti concessi dalle banche USA alle affiliate estere di società statunitensi — sono divenuti una delle principali cause della persistente solidità del dollaro sui mercati dei cambi. Tuttavia, data l'entità degli afflussi non bancari, l'apprezzamento del dollaro sarebbe stato ancora maggiore se non fossero intervenuti ampi deflussi netti attraverso il settore bancario. Al tempo stesso, questi deflussi hanno implicato un aumento dell'esposizione internazionale delle banche negli Stati Uniti, su scala che potrebbe risultare insostenibile nel futuro.

Tra i paesi che hanno registrato ampi deflussi di capitali del settore privato, lo scorso anno il *Giappone* ha accusato il maggiore deterioramento nel saldo dei movimenti di capitali. Il totale dei deflussi netti di capitali identificati è passato da \$1 miliardo nel 1981 a ben \$16,6 miliardi, in buona parte verso gli Stati Uniti. I deflussi netti attraverso il settore privato, esclusi i flussi bancari a breve, sono cresciuti in misura considerevole, da \$6 a 14,9 miliardi, compreso un aumento di \$5,1 miliardi delle esportazioni nette di capitali a lungo termine. Inoltre, gli afflussi netti a breve attraverso le banche, ammontati complessivamente a \$6,4 miliardi nel 1981, si sono esauriti lo scorso anno, in quanto agli afflussi netti per \$2,4 miliardi nel primo semestre sono seguiti deflussi netti di pari ammontare nella seconda metà dell'anno. Di conseguenza, nonostante un saldo positivo di \$4,7 miliardi nella voce errori ed omissioni e un aumento dell'eccedenza nei pagamenti correnti, la posizione monetaria ufficiale netta, che nel 1981 era migliorata di \$4,2 miliardi, ha presentato un deterioramento di \$5 miliardi lo scorso anno.

L'incremento dello scorso anno nei deflussi netti a lungo termine del settore privato è principalmente imputabile a due fattori. Anzitutto, per ciò che riguarda gli investimenti di portafoglio, gli afflussi netti si sono ridotti da \$4,4 nel 1981 a 2,1 miliardi nel 1982. I residenti giapponesi hanno aumentato di \$1 miliardo rispetto al 1981 gli acquisti netti di titoli esteri, mentre gli acquisti netti di titoli giapponesi da parte di non residenti, seppure ancora assai elevati, essendo ammontati a \$11,9 miliardi, sono stati parzialmente inferiori a quelli del 1981. In secondo luogo, vi è stato un aumento di \$2,8 miliardi nei crediti netti esteri a lungo termine delle istituzioni finanziarie giapponesi, che ha rispecchiato l'attrattiva dei tassi d'interesse sullo yen per i mutuatari esteri.

In *Germania* l'ampia inversione nel saldo delle partite correnti nel 1982 è stata controbilanciata da una variazione di segno opposto nei movimenti di capitali. Il totale delle transazioni di capitali identificati è passato da afflussi netti per \$4,3 miliardi nel 1981 a deflussi netti per \$2,1 miliardi, con il risultato che, nonostante

il conseguimento di un saldo attivo delle partite correnti, si è avuto solo un modesto miglioramento nella posizione monetaria ufficiale netta. Una parte importante della variazione nel saldo delle transazioni di capitali identificati è dovuta al fatto che, dato il miglioramento delle partite correnti, l'indebitamento estero contratto direttamente o indirettamente dal settore pubblico si è ridotto a \$ 3,8 miliardi, pari alla metà dell'importo del 1981. I deflussi netti a lungo termine attraverso il settore privato si sono più che raddoppiati lo scorso anno, raggiungendo un totale di \$ 8,9 miliardi, in parte di riflesso probabilmente all'attrattiva esercitata dagli investimenti in dollari USA. Infatti, la disaggregazione geografica dei flussi di capitali indica che tra il 1981 e il 1982 i deflussi di capitali a lungo termine del settore privato verso gli Stati Uniti si sono quintuplicati, raggiungendo \$ 2,5 miliardi. Oltre a ciò, gli afflussi netti a breve attraverso il settore non bancario sono diminuiti di \$ 3,7 miliardi, scendendo a \$ 1,1 miliardi lo scorso anno, mentre le banche sono divenute importatrici nette di capitali nella misura di \$ 3,5 miliardi. Queste ultime variazioni sembrano essere state connesse alla flessione dei tassi d'interesse a breve sul marco, che ha ridotto l'incentivo delle banche ad effettuare prestiti a società tedesche attraverso le loro consociate estere.

Nei *Paesi Bassi* i deflussi netti di capitali attraverso il settore privato, esclusi i flussi bancari a breve, si sono notevolmente accelerati nel 1982, passando da \$ 2,1 a 4,1 miliardi. Un incremento degli acquisti di titoli esteri da parte dei residenti ha praticamente eliminato l'afflusso netto di \$ 1,1 miliardi per transazioni di portafoglio registrato nel 1981; si è inoltre verificato un aumento dei prestiti esteri a lungo termine delle banche. D'altra parte, il saldo delle transazioni bancarie a breve è passato da deflussi netti per \$ 0,6 miliardi nel 1981 ad afflussi netti per \$ 2,5 miliardi nel 1982. Poiché è altresì scomparso il saldo negativo della voce errori ed omissioni registrato nel 1981, lo scorso anno la posizione monetaria ufficiale netta ha registrato un miglioramento di \$ 1,9 miliardi.

In *Svizzera* i deflussi di capitali identificati sono raddoppiati, portandosi a \$ 10,2 miliardi nel 1982. L'incremento è derivato da maggiori investimenti netti di portafoglio all'estero e da minori afflussi netti attraverso le banche. Al tempo stesso, gli afflussi non identificati sono aumentati di \$ 4,7 miliardi, e la posizione netta ufficiale (esclusi i dollari oggetto di *swaps* tra le banche commerciali e la Banca Nazionale) è migliorata leggermente.

Nel *Regno Unito* il 1982 ha rappresentato il terzo anno consecutivo in cui si sono verificati ingenti deflussi di capitali privati a lungo termine, proseguendo un processo di diversificazione dei portafogli iniziato dopo l'abolizione dei controlli valutari verso la fine del 1979. Le esportazioni nette di capitali non bancari a lungo termine sono state pari a \$ 14,2 miliardi, elevando il totale cumulativo di queste esportazioni dal 1979 a quasi \$ 41 miliardi. La componente principale di questi deflussi a lungo termine è stata rappresentata lo scorso anno dagli acquisti netti di titoli esteri da parte di residenti per un totale di \$ 10,2 miliardi, con un aumento di \$ 1,6 miliardi rispetto al 1981. Oltre al continuo deflusso di capitali privati non bancari, anche i crediti in sterline delle banche ai non residenti, pari a \$ 5,6 miliardi, sono stati nuovamente considerevoli. Ciò nonostante, gli afflussi netti bancari complessivi sono aumentati di oltre sei volte, raggiungendo \$ 10 miliardi, di riflesso soprattutto ad un forte incremento dell'indebitamento in valuta estera delle banche del Regno Unito per il finanziamento di crediti in sterline al settore privato. Nel

corso del 1982 vi sono stati due periodi di forti pressioni sulla sterlina: il primo durante la crisi delle Falklands ed il secondo verso la fine dell'anno. Queste pressioni hanno contribuito sia ad un notevole ribaltamento tra il 1981 ed il 1982 nella bilancia delle transazioni non identificate, passata a deflussi netti per \$ 7,8 miliardi, sia ad un deterioramento di \$ 2,9 miliardi nella posizione monetaria ufficiale netta nel 1982, quasi integralmente riconducibile ad una diminuzione delle riserve valutarie.

In *Canada* il passaggio in attivo delle partite correnti nel 1982 si è accompagnato ad una riduzione di \$ 6,3 miliardi nei deflussi netti attraverso il settore privato, esclusi i flussi bancari a breve, e ad un'inversione di \$ 20,5 miliardi da afflussi netti a breve a deflussi netti a breve attraverso il settore bancario. Entrambe queste variazioni sono state essenzialmente connesse al fatto che le acquisizioni da parte canadese di società a capitale straniero nel settore energetico nel 1981 avevano prodotto un elevatissimo livello di investimenti netti diretti all'estero, ed un indebitamento netto da parte del sistema bancario per finanziare le suddette acquisizioni. Poiché lo scorso anno tali acquisizioni sono venute a cessare, il deflusso di investimenti diretti netti si è ridotto da \$ 8,8 a 1 miliardo, mentre il rimborso di parte dell'ingente indebitamento in valuta delle banche per il finanziamento delle acquisizioni ha provocato un'inversione nel saldo dei flussi bancari a breve. Tutte le altre principali categorie di flussi di capitali hanno registrato variazioni modeste nel 1982.

In *Francia* il finanziamento dell'accresciuto disavanzo delle partite correnti è stato assicurato attraverso gli afflussi netti per il tramite del settore pubblico e del settore privato. L'indebitamento netto estero soggetto ad autorizzazione amministrativa, pari a \$ 12 miliardi, si è praticamente raddoppiato rispetto al 1981. In aggiunta, i deflussi netti derivanti da altre transazioni di capitali a lungo termine si sono ridotti da \$ 10 a 7,6 miliardi. D'altra parte, gli afflussi netti di capitali a breve attraverso le banche sono calati fortemente nel 1982, mentre il saldo negativo della voce errori ed omissioni è diminuito. Una parte notevole del disavanzo delle partite correnti dello scorso anno è stata pertanto finanziata attraverso le riserve: la riduzione di \$ 5,2 miliardi nella posizione monetaria ufficiale netta è stata quasi identica a quella registrata nel 1981.

Nell'*Unione Economica del Belgio-Lussemburgo*, nonostante il miglioramento delle partite correnti nello scorso anno, si sono avuti nuovamente deflussi netti di capitali privati relativamente ampi, dei quali \$ 0,3 miliardi attraverso il settore non bancario e \$ 3,2 miliardi attraverso le banche (quest'ultimo importo esclude l'indebitamento contratto dalle banche per conto del Governo belga). Le autorità hanno dovuto pertanto ricorrere ancora una volta ad un forte indebitamento in valuta, per un totale di \$ 5,5 miliardi, in parte direttamente, in parte attraverso il sistema bancario belga. Il calo delle riserve nette, pari a \$ 1 miliardo, è stato considerevolmente inferiore rispetto al 1981.

In *Italia* la riduzione di \$ 2,6 miliardi nel disavanzo delle partite correnti è stata più che controbilanciata da una forte diminuzione degli afflussi totali di capitali identificati; la posizione monetaria ufficiale netta ha presentato un marcato deterioramento di \$ 4,2 miliardi. L'indebitamento netto da parte dell'amministrazione centrale, che nel 1981 aveva finanziato più della metà del disavanzo corrente, è sceso a \$ 2,3 miliardi nel 1982, con una flessione di \$ 2,1 miliardi. Il

saldo delle transazioni totali del settore privato è passato da afflussi netti per \$ 4,3 miliardi nel 1981 a deflussi netti per \$ 1,9 miliardi nel 1982. Ciò è imputabile ad una riduzione di \$ 2,2 miliardi negli afflussi derivanti dall'indebitamento netto a lungo termine all'estero, ad una variazione negativa di \$ 2,9 miliardi nei crediti commerciali e ad un aumento di \$ 1 miliardo nei deflussi netti a breve attraverso le banche.

In *Svezia* il totale degli afflussi netti di capitali nel 1982 ha praticamente compensato il peggioramento delle partite correnti, cosicché per l'intero anno la posizione monetaria ufficiale netta è rimasta invariata. L'indebitamento netto a lungo termine da parte del settore statale è salito a \$ 2,6 miliardi nel 1982, con un aumento di \$ 1,3 miliardi; questa cifra è superiore ai rimborsi di debiti esteri contratti da altre istituzioni pubbliche e ad una modesta riduzione degli afflussi netti attraverso il settore privato.

VI. I MERCATI INTERNAZIONALI DEL CREDITO E DEI CAPITALI

Aspetti salienti

Il 1982 è stato un anno caratterizzato da crescenti tensioni nel sistema bancario internazionale, provocate dall'accumularsi di difficoltà nei pagamenti di un certo numero di importanti paesi debitori e dalla sempre maggiore riluttanza delle banche ad accrescere la propria esposizione nei loro confronti. Questi sviluppi, insieme alla più debole domanda di credito bancario internazionale nell'ambito dei paesi industriali e ad uno spostamento verso i mercati finanziari nel ricorso al credito da parte delle società, hanno comportato un forte rallentamento nella crescita del credito bancario internazionale. Nello stesso tempo, il volume delle nuove emissioni obbligazionarie internazionali ha registrato un aumento senza precedenti, in quanto l'alto livello dei tassi d'interesse del dollaro, la sostenutezza di questa moneta sui mercati dei cambi e le aspettative di guadagni in conto capitale hanno alimentato la domanda di questi titoli.

La concomitanza di tassi d'interesse reali costantemente a livelli molto elevati e di un aggravarsi della recessione nei paesi industriali, con i suoi effetti depressivi sul volume e sui prezzi delle esportazioni dei paesi in via di sviluppo, ha determinato un grave deterioramento nei conti con l'estero e nella posizione debitoria di numerosi paesi mutuatari. In tale situazione, la crisi nei pagamenti verso l'estero del Messico, il paese maggiormente indebitato nei confronti del sistema bancario internazionale, ha provocato nella tarda estate del 1982 un ulteriore grave peggioramento del clima di fiducia dei mercati. Mentre nel primo semestre del 1982 il nuovo credito bancario ai paesi in via di sviluppo si era ancora mantenuto a livelli abbastanza sostenuti, nel secondo semestre esso è calato bruscamente.

In effetti, negli ultimi mesi dell'anno si è praticamente arrestato il flusso spontaneo di fondi bancari verso un ampio gruppo di paesi, in particolare nell'America Latina, al quale va ascritta una larga parte dell'indebitamento internazionale verso le banche. Si sono resi necessari massicci programmi ufficiali di sostegno, abbinati in genere alla concessione di ulteriori crediti bancari, per evitare un tracollo finanziario di questi paesi e l'insorgere di una crisi finanziaria internazionale generalizzata, con conseguenze disastrose per la stabilità dell'economia mondiale. I programmi ufficiali di sostegno hanno avuto successo in quanto operazioni di emergenza; tuttavia un più duraturo miglioramento nel clima dei mercati creditizi internazionali dipenderà da un efficace aggiustamento nei paesi debitori, di per sé impossibile senza una stabile ripresa economica nei paesi industriali e un ulteriore calo dei tassi d'interesse reali.

Oltre a fornire una dettagliata descrizione dell'evoluzione degli aggregati bancari internazionali e della situazione sui mercati obbligazionari durante lo scorso anno, il presente capitolo esamina in una prospettiva di più lungo periodo l'accumularsi dell'indebitamento verso il sistema bancario internazionale e considera alcune delle questioni sollevate dalle difficoltà recenti e dall'esigenza di operazioni di sostegno ufficiali su vasta scala.

La crescita del credito internazionale complessivo nel 1982

Lo scorso anno, i due principali settori dei mercati internazionali dei capitali hanno presentato andamenti fortemente divergenti: un pronunciato rallentamento, da \$ 265 miliardi nel 1981 a \$ 174 miliardi, nell'espansione delle attività esterne delle banche dichiaranti alla BRI, e una netta accelerazione, da \$ 49 a 72 miliardi, delle nuove emissioni di obbligazioni internazionali. Al netto, su base stimata, delle duplicazioni contabili derivanti dal rideposito di fondi tra le stesse banche dichiaranti, del rimborso di prestiti obbligazionari in essere e delle sovrapposizioni dovute al duplice ruolo del settore bancario come mutuatario e investitore sui mercati delle emissioni (cfr. tabella seguente), il volume complessivo del nuovo credito intermediato dai mercati internazionali nel 1982 può essere valutato approssimativamente in \$ 145 miliardi, cioè circa \$ 50 miliardi in meno rispetto al 1981. Questa decelerazione nella crescita del credito internazionale in termini di

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

	Flussi depurati degli effetti di cambio ¹				Consistenze a fine 1982
	1979	1980	1981	1982	
miliardi di dollari USA					
Credito internazionale totale delle banche dichiaranti ²	205,9	241,2	264,7	173,5	1.686,7
meno: duplicazioni contabili derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante	80,9	81,2	99,7	78,5	666,7
A = Incremento netto del credito bancario internazionale ³	125,0	160,0	165,0	95,0	1.020,0
Emissioni di euroobbligazioni e di obbligazioni estere .	38,9	39,4	48,8	71,7	.
meno: rimborsi e riacquisti ⁴	10,9	11,4	12,3	13,2	.
B = Incremento netto del finanziamento internazionale mediante obbligazioni	28,0	28,0	36,5	58,5	.
A + B = Incremento del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni	153,0	188,0	201,5	153,5	.
meno: duplicazioni contabili ⁵	8,0	8,0	6,5	8,5	.
Incremento netto del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni	145,0	180,0	195,0	145,0	.

¹ I crediti bancari in monete diverse dal dollaro sono convertiti a tassi di cambio costanti di fine trimestre, le obbligazioni non denominate in dollari a tassi di cambio di metà mese. ² Banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera, Austria, Danimarca e Irlanda, nonché filiali *offshore* di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ³ Oltre ai crediti diretti concessi ad utilizzatori finali, queste stime comprendono alcune posizioni interbancarie: anzitutto, crediti verso banche esterne all'area dichiarante, cioè esterne ai centri finanziari e *offshore*, ipotizzandosi che queste banche "periferiche" nella maggior parte dei casi non mutino 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 mutuatarie raccolgano i fondi soprattutto per fini interni e non li riprestino ad altre banche dell'area dichiarante; viene fatta tuttavia una deduzione per i saldi operativi e voci analoghe. Mentre non può escludersi in queste stime il persistere in certa misura di duplicazioni contabili, occorre notare d'altra parte che le statistiche presentano lacune e che le cifre di cui si dispone attualmente non coprono il totale del credito bancario internazionale. ⁴ Queste cifre sono basate su stime molto approssimative e vengono qui inserite soprattutto a titolo indicativo. Ma, per quanto il margine di errore sia elevato in rapporto all'entità delle cifre, è improbabile che ciò alteri in modo significativo il totale netto del nuovo finanziamento internazionale. ⁵ Obbligazioni acquisite dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come crediti verso non residenti; obbligazioni emesse dalle banche dichiaranti soprattutto al fine di contribuire al finanziamento della propria attività di credito internazionale.

dollari va tuttavia considerata nel contesto di un forte calo dei tassi d'inflazione nazionali, di quotazioni decrescenti delle materie prime e di un costante apprezzamento del dollaro, tutti fattori che hanno comportato una minore erosione, rispetto agli anni precedenti, del valore reale delle posizioni creditorie e debitorie in essere. Al tempo stesso, i tassi di crescita economica quasi nulli o addirittura negativi e una contrazione nel commercio internazionale hanno determinato un ulteriore forte aumento dell'incidenza relativa del credito internazionale complessivo in essere e del connesso onere per il servizio del debito.

Il settore bancario internazionale nel 1982: evoluzione dei principali aggregati

Esprese in termini di dollari correnti, le attività sull'estero delle banche operanti nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Svizzera, Austria, Danimarca e Irlanda, nonché delle filiali di banche statunitensi nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente sono aumentate lo scorso anno da \$ 1.550 a 1.687 miliardi. Escludendo gli effetti di valutazione derivanti dalle variazioni dei tassi di cambio (così come per tutti i dati di flusso riportati in questa sezione e nella seguente, se non altrimenti specificato), l'aumento è stato di \$ 174 miliardi rispetto a \$ 265 miliardi nel 1981; ciò equivale ad un tasso di crescita dell'11,5% che risulta pressoché dimezzato rispetto a quelli degli anni precedenti. Raffrontata al 1981 l'espansione è stata più modesta in ciascun trimestre, ma a causa delle crescenti tensioni nella struttura creditizia internazionale, il rallentamento rispetto all'anno precedente è stato particolarmente pronunciato nel quarto trimestre, allorché le attività esterne delle banche dichiaranti sono aumentate di soli \$ 33,5 miliardi, cifra pari a un terzo della crescita segnata nel corrispondente trimestre del 1981. In aggiunta, una forte decelerazione nell'espansione delle attività, da un importo stimato di \$ 64 miliardi nel 1981 a \$ 17 miliardi (in dollari correnti) lo scorso anno, è stata registrata dalle banche non dichiaranti situate nei centri *offshore*.

Come di consueto, i dati relativi alle attività esterne risultano gonfiati per effetto del rideposito di fondi tra le stesse banche dichiaranti. Al netto di questo tipo di duplicazione contabile, si stima che il volume di fondi intermediati dal settore bancario internazionale sia aumentato lo scorso anno di \$ 95 miliardi, raggiungendo un totale complessivo di \$ 1.020 miliardi. Anche in questo caso è nettissima la flessione rispetto alla crescita di \$ 165 miliardi del 1981.

Una seconda caratteristica di rilievo dell'attività bancaria internazionale del 1982 è lo spostamento nella distribuzione geografica delle nuove operazioni. In seguito alla crescente importanza delle nuove "International Banking Facilities" (IBF) negli Stati Uniti e la maggior fiducia di cui beneficiano gli Stati Uniti, come paese di emissione della moneta in cui è denominata la quota di gran lunga maggiore del debito internazionale, la gran parte delle nuove operazioni è stata contabilizzata negli Stati Uniti. Conseguentemente, le attività sull'estero delle banche negli Stati Uniti hanno registrato un aumento di \$ 105 miliardi, cioè di oltre il 40%, contribuendo per il 60% all'espansione delle attività di tutte le banche dichiaranti. Le attività sull'estero delle IBF si sono accresciute di \$ 80 miliardi, raggiungendo un totale di \$ 144 miliardi, e le posizioni creditorie esterne convenzionali delle banche negli Stati Uniti sono salite di circa \$ 25 miliardi.

Attività e passività verso l'estero in moneta nazionale e in valuta estera delle banche nei singoli paesi dichiaranti

	Flussi a tassi di cambio costanti di fine-trimestre					Importi in essere a fine		
	1980	1981		1982		1979	1981	1982
		anno	IV trimestre	anno	IV trimestre			
miliardi di dollari USA								
Attività								
Stati Uniti	40,5	75,3	40,9	105,4	15,1	136,4	256,3	361,4
di cui: IBF	—	63,4	63,4	80,3	10,3	—	63,4	143,6
Filiali estere di banche USA ¹	13,7	31,9	4,1	0,6	3,0	127,6	172,0	172,0
Paesi europei dichiaranti	158,6	134,1	54,1	58,7	17,5	776,0	998,4	1.023,6
di cui: Regno Unito	74,9	79,9	19,2	35,2	-6,5	285,5	432,1	457,8
Francia	24,9	9,1	10,2	10,4	10,5	123,6	143,4	148,1
Lussemburgo	13,7	6,3	1,0	5,6	2,3	80,8	88,4	90,5
Germania	10,2	7,4	7,2	-0,2	3,0	69,3	73,2	69,7
Svizzera	4,0	5,1	2,0	2,0	-2,3	59,1	63,1	61,5
Paesi Bassi	9,2	7,6	0,5	0,2	-0,1	55,9	65,6	62,8
Belgio	14,1	8,8	2,0	1,1	1,1	43,0	61,5	60,3
Italia	1,8	6,4	12,3	-1,0	9,4	29,6	36,3	34,5
Altri paesi ²	5,8	3,5	-0,3	5,4	0,1	29,2	34,8	38,4
Giappone	18,3	20,7	0,9	7,9	-2,8	45,4	84,6	90,9
Canada	10,1	2,7	-0,4	0,9	0,7	25,6	38,2	38,8
Totale	241,2	264,7	99,6	173,5	33,5	1.111,0	1.549,5	1.686,7
Per memoria: banche non dichiaranti situate nei centri offshore ³	40,0	64,0	17,0	17,0	-4,0	135,0	239,0	256,0
Passività								
Stati Uniti	9,2	37,8	22,7	67,2	5,4	130,1	177,5	244,5
di cui: IBF	—	47,9	47,9	76,1	9,6	—	47,9	123,9
Filiali estere di banche USA ¹	14,4	33,5	2,8	2,9	3,3	128,9	175,8	178,2
Paesi europei dichiaranti	178,9	126,1	62,0	57,6	17,3	778,0	1.014,5	1.039,0
di cui: Regno Unito	76,9	78,8	23,2	44,9	-5,6	302,0	447,9	482,4
Francia	28,2	14,9	14,6	7,8	10,3	106,2	138,8	142,5
Lussemburgo	12,9	4,0	1,4	3,9	1,7	76,7	83,1	83,7
Germania	3,3	1,5	3,0	-0,5	2,0	77,8	68,3	65,1
Svizzera	7,3	2,7	2,9	-2,5	-1,7	38,2	45,2	40,8
Paesi Bassi	11,7	4,7	0,9	1,0	1,6	55,4	64,9	62,8
Belgio	18,0	9,8	2,4	2,6	0,3	50,1	71,1	70,0
Italia	9,6	4,4	13,2	-4,3	7,1	38,1	49,0	43,5
Altri paesi ²	11,0	5,3	0,4	4,7	1,6	33,5	46,2	48,2
Giappone	28,8	21,7	1,8	0,8	-7,3	50,5	100,4	100,0
Canada	11,0	18,0	1,6	-3,5	-1,2	32,8	62,6	58,7
Totale	242,3	237,1	90,9	125,0	17,5	1.120,3	1.530,8	1.620,4
Per memoria: banche non dichiaranti situate nei centri offshore ³	39,0	62,0	18,0	17,0	-3,0	125,0	226,0	243,0

¹ Nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ² Austria, Danimarca, Irlanda e Svezia. ³ Stime, a tassi di cambio correnti, per le banche non dichiaranti situate nei cinque maggiori centri offshore e per tutte le banche situate nelle Antille olandesi, nel Bahrain e in Libano.

Come era prevedibile, la crescente importanza delle IBF si è particolarmente ripercossa sulle operazioni contabilizzate attraverso i centri offshore, tanto che le attività sull'estero delle filiali di banche statunitensi nei principali centri offshore dei Caraibi e dell'Estremo Oriente non hanno presentato pressoché alcun incremento nel 1982. Poiché una parte considerevole dei loro crediti in essere è stata

ricontabilizzata attraverso le IBF, la loro posizione creditoria verso gli Stati Uniti è aumentata di \$ 12 miliardi, mentre quella verso i paesi in via di sviluppo OPEC e non OPEC e l'Europa orientale si è ridotta di un importo pressoché uguale.

Un nettissimo rallentamento della crescita delle attività sull'estero, da \$ 134 miliardi nel 1981 a \$ 59 miliardi, anch'esso in parte collegato alla crescente importanza delle IBF, è stato registrato dalle banche nei paesi europei dichiaranti. Questo rallentamento ha riguardato soprattutto i nuovi impieghi in valuta che, riducendosi di quasi due terzi, sono scesi a \$ 39 miliardi, mentre il flusso dei nuovi crediti all'estero in moneta nazionale, in larga parte connessi all'interscambio commerciale, è proseguito ad un ritmo quasi pari a quello del 1981, ammontando a \$ 19 miliardi. Per quanto concerne i singoli paesi europei dichiaranti, \$ 35 miliardi, pari al 60% della crescita complessiva delle attività esterne nel 1982, vanno attribuiti alle banche nel Regno Unito, e buona parte del residuo alle banche in Francia (+ \$ 10,5 miliardi) e nel Lussemburgo (+ \$ 5,5 miliardi). In alcuni altri paesi europei, tra cui Germania, Italia, Paesi Bassi e Svizzera, le posizioni creditorie delle banche sull'estero in valuta sono addirittura diminuite, ma a questa riduzione fa riscontro un aumento pari, e in taluni casi maggiore, dei crediti all'estero in moneta nazionale.

Al di fuori dell'Europa e degli Stati Uniti, le banche in Giappone hanno registrato un fortissimo rallentamento, da \$ 15,5 miliardi nel 1981 ad appena \$ 3 miliardi, del nuovo credito all'estero in valuta, mentre quello in moneta nazionale, pari a circa \$ 5 miliardi, è rimasto pressoché invariato rispetto al 1981.

Struttura per monete dell'attività bancaria internazionale

	Attività				Passività			
	Flussi a tassi di cambio costanti di fine-trimestre			Consi- stenze a fine 1982	Flussi a tassi di cambio costanti di fine-trimestre			Consi- stenze a fine 1982
	1980	1981	1982		1980	1981	1982	
miliardi di dollari USA								
Totale	241,2	264,7	173,5	1.686,7	242,3	237,1	125,0	1.620,4
in moneta nazionale	69,7	99,8	127,8	537,0	39,3	47,8	76,2	371,8
di cui delle banche in:								
Stati Uniti	38,6	74,0	102,7	353,7	7,4	37,5	66,0	239,7
Germania	9,9	4,8	1,2	48,6	2,9	0,1	0,3	42,1
Svizzera	4,9	2,6	3,0	31,7	5,5	2,4	-1,6	11,2
Regno Unito	6,0	5,3	5,8	25,7	6,9	4,8	7,8	30,9
Giappone	3,3	5,3	5,2	25,3	7,2	1,7	1,6	14,1
Altri paesi dichiaranti	7,0	7,8	9,9	52,0	9,4	1,3	2,1	33,8
in valuta estera	171,5	164,9	45,7	1.149,7	203,0	189,3	48,8	1.248,6
di cui:								
dollaro USA	125,6	118,0	19,4	866,1	152,9	148,4	35,6	970,6
marco tedesco	14,1	15,8	8,1	126,7	14,0	10,2	1,0	116,3
franco svizzero	16,1	11,2	3,5	59,7	19,0	15,8	-3,0	62,2
sterlina	1,2	3,7	0,3	12,6	7,4	0,4	-0,8	16,2
yen	2,6	6,6	0,5	15,7	-1,0	5,8	2,0	17,1
fiorino olandese	-0,1	1,6	1,6	9,3	0,5	2,0	2,0	10,8
franco francese	4,9	-1,0	1,2	8,4	4,6	-0,2	1,6	11,3
Altre valute e partite non classificate*	7,1	9,0	11,1	51,2	5,6	6,9	10,4	44,1

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

Per quanto concerne la struttura per monete delle nuove attività bancarie internazionali, l'accresciuta importanza come centro finanziario internazionale degli Stati Uniti, dove una quota assai elevata delle operazioni internazionali è denominata in dollari, ha fatto sí che nel 1982 la maggior parte — quasi i tre quarti — del nuovo credito all'estero venisse effettuata in moneta nazionale dal punto di vista dell'ubicazione delle banche contraenti. Pertanto, i crediti in dollari erogati dagli Stati Uniti sono saliti da \$74 miliardi nel 1981 a \$103 miliardi, mentre le nuove operazioni in eurodollari al di fuori degli Stati Uniti hanno segnato un netto calo da \$118 miliardi a meno di \$20 miliardi. Anche i prestiti in eurovalute diverse dal dollaro hanno registrato una flessione, anche se meno spettacolare, scendendo da \$47 a 26 miliardi. Gli eurocrediti in yen e in sterline si sono quasi esauriti dopo la loro forte ripresa nel 1981.

Dal lato delle fonti del mercato, la composizione per monete delle nuove operazioni sull'euromercato è stata in parte diversa. L'espansione delle passività in dollari delle banche al di fuori degli Stati Uniti è stata un po' piú sostenuta di quella delle loro attività in questa moneta, mentre le passività in marchi sono aumentate solo modestamente e quelle in franchi svizzeri sono addirittura calate di \$3 miliardi, dopo una crescita di \$16 miliardi nel 1981. Una caratteristica significativa dello scorso anno è stato l'aumento relativamente ampio nella posta residuale fra le passività in valuta estera che, sulla base di indicazioni incomplete, pare essere derivato in parte dalla costituzione di cospicui saldi denominati in ECU.

Per quanto riguarda le categorie di attività, gran parte dell'espansione nelle posizioni sull'estero va ascritta, come di consueto, alle operazioni interbancarie. Il totale delle posizioni creditorie interbancarie, compresi \$10 miliardi circa di crediti verso le istituzioni monetarie ufficiali, è aumentato di \$118 miliardi, a fronte di una crescita di \$184 miliardi nel 1981. L'espansione delle posizioni creditorie interbancarie all'interno della stessa area dichiarante è stata di \$98 miliardi, ossia di \$56 miliardi circa inferiore a quella del 1981. La distribuzione geografica di queste attività interbancarie presenta un quadro totalmente diverso rispetto al 1981. Mentre in quell'anno le posizioni creditorie reciproche sull'estero delle banche dichiaranti al di fuori degli Stati Uniti erano aumentate di \$70 miliardi, nel 1982 esse sono diminuite di \$1,5 miliardi. Ciò significa che lo scorso anno tutte le nuove operazioni interbancarie con l'estero all'interno dell'area dichiarante sono state effettuate attraverso le banche negli Stati Uniti. Per lo piú a causa delle nuove IBF, l'espansione delle operazioni interbancarie con l'estero sull'euromercato tradizionale si è praticamente esaurita. Tuttavia, hanno continuato nel complesso a segnare un incremento considerevole le operazioni interbancarie in valuta estera all'interno dei singoli centri di mercato.

Per effetto sia della debole domanda di credito sia dello spostamento verso il mercato finanziario nel ricorso al credito da parte delle società, lo scorso anno è rallentato anche il nuovo credito diretto erogato a soggetti non bancari, passando da \$81 miliardi nel 1981 a \$55 miliardi. Anche in questo caso il rallentamento, dovuto in larga parte al ruolo delle nuove IBF, ha interessato prevalentemente le operazioni contabilizzate al di fuori degli Stati Uniti, che sono scese da \$59 a 28 miliardi, mentre il nuovo credito proveniente dagli Stati Uniti è salito da \$22 a 27 miliardi. In particolare, i crediti diretti a soggetti non bancari (esclusi i residenti statunitensi) contabilizzati attraverso le filiali estere di banche USA hanno segnato una flessione in termini assoluti di \$7 miliardi.

Scomposizione dell'attività bancaria internazionale fra settore bancario e non bancario

	Attività				Passività			
	Flussi a tassi di cambio costanti di fine-trimestre			Consistenze a fine 1982	Flussi a tassi di cambio costanti di fine-trimestre			Consistenze a fine 1982
	1980	1981	1982		1980	1981	1982	
miliardi di dollari USA								
Totale	241,2	264,7	173,5	1.686,7	242,3	237,1	125,0	1.620,4
Posizioni interbancarie ¹	172,3	183,5	118,3	1.186,4	198,9	169,4	93,1	1.307,5
di cui:								
A. all'interno dell'area dichiarante	129,2	153,4	97,7	938,0	156,2	155,5	102,0	1.026,0
tra banche negli Stati Uniti e altre banche dichiaranti	26,9	83,3	99,3	349,0	34,8	71,4	111,9	381,0
tra altre banche dichiaranti	102,3	70,1	- 1,6	589,0	121,4	84,1	- 9,9	645,0
B. verso istituzioni monetarie ufficiali ²	2,5	- 0,3	0,5	8,5	19,1	-14,1	-27,4	119,0
contabilizzate negli Stati Uniti ³					- 0,1	- 1,4	0,1	23,8
altre ³	2,5	- 0,3	0,5	8,5	19,2	-12,7	-27,5	95,2
Posizioni verso il settore non bancario	68,9	81,2	55,2	500,3	43,4	67,7	31,9	312,9
contabilizzate negli Stati Uniti	11,8	22,6	26,8	107,1	0,6	5,6	17,5	42,9
al di fuori degli Stati Uniti	57,1	58,6	28,4	393,2	42,8	62,1	14,4	270,0
di cui: in dollari USA	31,6	29,2	7,0	225,9	31,6	51,6	6,1	196,6
in altre valute estere	16,3	18,0	7,6	82,3	7,5	6,5	3,8	33,8
in moneta nazionale	9,2	11,4	13,8	85,0	3,7	4,0	4,5	39,6
Per memoria:								
posizioni in valuta estera verso residenti ⁴	82,8	70,6	52,6	428,6	58,7	53,7	50,4	357,2
di cui:								
interbancarie ⁴	62,0	51,2	40,0	321,8	53,1	48,4	43,2	307,0
verso il settore non bancario	20,8	19,4	12,6	106,8	5,6	5,3	7,2	50,2
di cui: in dollari USA	9,2	15,9	7,6	73,1	4,1	0,8	4,2	34,6

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

Dal lato delle fonti del mercato, la cosiddetta "fuga verso la qualità" ha fatto sì che tanto il calo nel volume delle operazioni dirette con soggetti non bancari quanto lo spostamento di tali operazioni verso le banche negli Stati Uniti siano stati ancor più pronunciati che dal lato degli utilizzi. Il totale dei nuovi depositi esteri affluiti da soggetti non bancari è calato da \$68 miliardi nel 1981 a \$32 miliardi. Mentre i nuovi depositi presso le banche negli Stati Uniti sono aumentati da \$6 a 18 miliardi, i nuovi depositi presso le banche al di fuori degli Stati Uniti si sono contratti da \$62 a 14 miliardi. In particolare, l'espansione delle disponibilità in dollari di soggetti non bancari al di fuori degli Stati Uniti si è ridotta da \$52 miliardi a soli \$6 miliardi, ridimensionando drasticamente il ruolo dell'euromercato come alternativa alla costituzione di saldi monetari e liquidi detenuti negli Stati Uniti.

Una caratteristica saliente dello scorso anno è stato il ritiro di fondi ufficiali dall'euromercato. Già nel 1981 i depositi delle istituzioni monetarie ufficiali avevano registrato una flessione sostanziale, ma rispetto ad essa il calo di \$27 miliardi nel

1982 è stato quasi doppio ed ha compreso prelievi di fondi da parte dei paesi in via di sviluppo sia OPEC che non OPEC. La principale ragione di questi prelievi è costituita dalle difficoltà di bilancia dei pagamenti di questi paesi ma, come nel caso dei depositi di soggetti non bancari, possono aver svolto un ruolo importante anche fattori connessi alla fiducia. A questo riguardo, si può notare che le passività USA verso detentori ufficiali esteri sono aumentate di \$3 miliardi nel 1982. Riflettendo una "fuga verso la qualità", le disponibilità ufficiali estere di notes e buoni del Tesoro negoziabili degli Stati Uniti, in particolare, si sono accresciute di \$14,5 miliardi. Per contro, le passività delle banche negli Stati Uniti verso detentori ufficiali esteri, dopo un aumento di \$2,1 miliardi nel primo semestre del 1982, sono calate di \$2,3 miliardi nella seconda parte dell'anno.

La distribuzione geografica dei fondi bancari internazionali dal lato delle fonti e degli impieghi

Il rallentamento nell'espansione dell'attività bancaria internazionale nel 1982 ha riguardato sia il credito ad utilizzatori finali all'interno della stessa area dichiarante sia quello ai paesi esterni a questa area. Il più lento ritmo di crescita del nuovo credito all'interno dell'area - calato da circa \$92 miliardi nel 1981 a pressappoco \$46 miliardi - è dovuto in ampia parte a fattori connessi alla domanda. Esso ha rispecchiato sia il generale rallentamento economico sia l'accresciuto ricorso delle imprese ai mercati euobbligazionari nell'intento di migliorare la struttura per scadenze del loro debito. D'altra parte, l'indebitamento ufficiale per esigenze di bilancia dei pagamenti di alcuni paesi europei è rimasto alquanto elevato. Per contro, il rallentamento del nuovo credito all'area esterna - da \$66 miliardi circa nel 1981 a \$39 miliardi nel 1982 - è derivato in larga misura da difficoltà nel servizio del debito da parte di un crescente numero di paesi mutuatari e dalla conseguente riluttanza delle banche a concedere nuovi prestiti.

Dal lato delle fonti del mercato, il più lento ritmo di crescita del credito ha avuto come contropartita una flessione da \$133 miliardi nel 1981 a \$96 miliardi dei nuovi fondi provenienti dall'interno della stessa area dichiarante e, per quanto riguarda l'area esterna, un capovolgimento di posizione da afflussi di nuovi depositi per \$16 miliardi a prelievi per \$12 miliardi nel 1982. Questa riduzione dei depositi da parte dell'area esterna ha fatto sì che nel 1982, nonostante il rallentamento del nuovo credito, il flusso netto di fondi dall'area dichiarante al resto del mondo, per il tramite del settore bancario internazionale, sia rimasto sostanzialmente invariato al livello di circa \$50 miliardi.

Dal lato degli impieghi del mercato, circa \$31 miliardi dei \$46 miliardi di nuovi fondi assorbiti dalla stessa area dichiarante rappresentano crediti diretti a soggetti non bancari. I maggiori gruppi di mutuatari sono stati i residenti del Regno Unito, che hanno ottenuto \$6,8 miliardi, in gran parte sotto forma di crediti in valuta erogati da banche sull'euromercato di Londra, e i soggetti non bancari, prevalentemente del settore pubblico, nel Belgio-Lussemburgo e in Francia (con poco più di \$5 miliardi in entrambi i casi). Anche i soggetti non bancari in Canada e in Germania hanno raccolto un considerevole volume di nuovi fondi bancari internazionali (\$3,5 miliardi in ambedue i casi), sebbene in misura molto minore che nel 1981, anno in cui erano stati i principali gruppi di mutuatari dell'area interna. I settori non bancari in Italia e negli Stati Uniti, che nel 1981 erano stati mutuatari

relativamente importanti, lo scorso anno non hanno raccolto nuovi fondi. L'utilizzo di fondi esteri da parte delle stesse banche per impieghi sull'interno può essere stimato in circa \$ 15 miliardi.

Considerando nuovamente le fonti del mercato, circa \$ 25 miliardi, ossia solo il 26% dei nuovi fondi affluiti dall'interno della stessa area dichiarante, rappresentano depositi diretti di soggetti non bancari; ciò corrisponde a circa la metà dell'importo registrato nel 1981. Il rallentamento va ampiamente attribuito ad una forte contrazione, da \$ 31 miliardi nel 1981 a \$ 8 miliardi lo scorso anno, dei nuovi depositi in eurovalute effettuati da residenti negli Stati Uniti. Questa decelerazione è dovuta agli andamenti durante il secondo semestre dell'anno, e può aver risentito di fattori connessi alla fiducia e dell'introduzione di più attraenti forme di deposito sul mercato interno statunitense verso la fine dell'anno. Oltre ai depositi identificati di soggetti non bancari statunitensi, si è avuto un cospicuo volume di nuovi collocamenti in certificati di deposito in eurodollari da parte dei fondi di investimento del mercato monetario statunitense, ammontati a \$ 12 miliardi nel primo semestre dell'anno, cui ha fatto seguito tuttavia una riduzione di \$ 2 miliardi nel secondo semestre. Lo scorso anno si è anche registrato un marcato rallentamento, da \$ 23 miliardi circa nel 1981 a pressappoco \$ 3 miliardi, nei fondi non bancari affluiti all'euromercato per il tramite dei conti fiduciari delle banche in Svizzera.

Escludendo i depositi in eurodollari da parte dei fondi di investimento del mercato monetario americano, si può stimare che nel 1982 le banche dichiaranti, attraverso l'impiego all'estero di depositi di residenti, abbiano contribuito per poco meno di \$ 60 miliardi, cioè per un importo pressappoco analogo a quello del 1981, all'offerta di nuovi fondi bancari provenienti dall'interno dell'area. Come già menzionato a pagina 118, le sole banche degli Stati Uniti hanno registrato un aumento di \$ 105 miliardi nelle loro attività esterne, anche se una quota notevole di questo incremento è stata senza dubbio finanziata con una parte dei \$ 67 miliardi di nuovi fondi ottenuti all'estero dalle banche statunitensi. La posizione netta verso l'estero delle banche in Giappone ha segnato un miglioramento di quasi \$ 7 miliardi.

Passando a considerare l'area esterna, la principale caratteristica dal lato delle fonti del mercato è stata la contrazione dei depositi dei paesi OPEC, nella misura di oltre \$ 18 miliardi. Nel secondo semestre del 1981 erano già stati effettuati prelievi per \$ 3,2 miliardi, ma nella prima parte di quell'anno i depositi OPEC avevano ancora registrato un aumento di \$ 6,5 miliardi. Al lordo degli effetti di cambio, la flessione dei depositi OPEC nel 1982 è ammontata ad oltre \$ 22 miliardi, dei quali \$ 9,3 miliardi (escludendo i depositi presso le banche negli Stati Uniti) vanno ascritti ai paesi "con elevata capacità di importazione" del Medio Oriente. Nei primi tre trimestri dell'anno i paesi "con bassa capacità di importazione" hanno mantenuto praticamente invariati i loro depositi, mentre li hanno ridotti di quasi \$ 3 miliardi nel quarto. Al di fuori del Medio Oriente, il Venezuela e l'Algeria hanno attinto ai loro depositi presso le banche dichiaranti per \$ 5,6 e 1,7 miliardi rispettivamente.

Per contro, i paesi in via di sviluppo non OPEC hanno continuato ad accrescere i loro depositi presso le banche dichiaranti, anche se in misura minore che nel 1981, cioè di \$ 4,2 miliardi rispetto a \$ 9,4 miliardi. Tuttavia, l'incremento complessivo è inferiore a quello segnato dai depositi dei soli paesi al di fuori

Distribuzione geografica dei flussi bancari internazionali¹

	Flussi a tassi di cambio costanti di fine trimestre						Consistenze a fine 1982
	1979	1980	1981		1982		
			I semestre	II semestre	I semestre	II semestre	
miliardi di dollari USA							
Posizioni creditorie delle banche verso:							
Area dichiarante	112,8	136,4	41,3	100,8	29,7	64,6	893,8
Centri bancari <i>offshore</i> ²	31,6	32,5	23,7	26,1	13,5	18,4	268,4
Altri paesi sviluppati	7,5	15,4	8,5	8,2	9,3	6,7	112,0
Europa orientale	7,1	6,8	3,0	1,8	- 3,1	- 1,6	53,3
Paesi OPEC ³	7,2	7,0	- 1,0	5,3	4,9	3,2	78,6
PVS non OPEC	35,3	38,9	12,4	27,5	15,5	4,2	246,9
di cui: America Latina ⁴	23,1	27,3	9,4	21,1	11,8	0,1	169,0
Partite non classificate ⁵	4,4	4,2	5,7	1,4	2,5	5,7	33,7
Totale	205,9	241,2	93,6	171,1	72,3	101,2	1.686,7
di cui: all'interno dell'area, al lordo	141,4	167,0	65,7	125,7	42,9	81,7	1.141,9
all'interno dell'area, al netto delle duplicazioni contabili ⁶	60,5	85,8	37,1	54,6	20,6	25,5	475,2
all'esterno dell'area	57,1	68,1	22,9	42,8	26,6	12,5	490,8
partite non classificate ⁷	7,4	6,1	5,0	2,6	2,8	7,0	54,0
Totale del credito bancario internazionale netto	125,0	160,0	65,0	100,0	50,0	45,0	1.020,0
Passività delle banche verso:							
Area dichiarante	143,8	157,3	53,2	101,7	47,3	50,9	1.026,7
Centri bancari <i>offshore</i> ²	41,6	28,3	15,9	38,8	11,6	19,6	249,6
Altri paesi sviluppati	7,1	5,7	- 0,6	4,0	- 0,1	0,2	49,3
Europa orientale	4,6	0,9	- 5,0	5,1	- 2,4	4,3	16,4
Paesi OPEC ³	37,4	41,8	6,5	- 3,2	- 6,6	-11,7	135,2
PVS non OPEC	12,3	4,0	- 0,5	9,9	3,0	1,2	101,0
di cui: America Latina ⁴	5,0	- 1,0	- 0,8	5,5	- 0,8	- 1,4	37,0
Partite non classificate ⁵	6,1	4,3	7,4	3,9	5,9	1,8	42,2
Totale	252,9	242,3	76,9	160,2	58,7	66,3	1.620,4
di cui: all'interno dell'area, al lordo	180,3	183,9	68,8	135,8	58,2	68,0	1.245,3
all'interno dell'area, al netto delle duplicazioni contabili ⁶	52,4	101,6	56,9	75,6	49,5	46,7	644,9
all'esterno dell'area ⁷	61,4	52,4	0,4	15,8	- 6,1	- 6,0	301,9
partite non classificate ⁷	11,2	6,0	7,7	8,6	6,6	4,3	73,2
Totale del credito bancario internazionale netto	125,0	160,0	65,0	100,0	50,0	45,0	1.020,0

Nota: le cifre di questa tabella sono in parte basate su stime. I dati relativi alle banche negli Stati Uniti escludono tutte le poste riguardanti attività in custodia, ad eccezione dei certificati di deposito negoziabili di banche USA detenuti per conto di non residenti. I flussi relativi al secondo semestre 1981 e al primo e secondo semestre 1982, nonché i dati di consistenza di fine 1982 comprendono le posizioni verso l'estero delle "international banking facilities".

¹ Distribuzione geografica delle variazioni nelle posizioni verso l'estero delle banche operanti nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera, Austria, Danimarca e Irlanda e delle filiali *offshore* di banche USA situate nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ² Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, Isole Cayman, Libano, Liberia, Panama, Singapore, Vanuatu (precedentemente Nuove Ebridi) e altre Indie occidentali britanniche.

³ Comprende, inoltre, Bahrain, Brunei, Oman, Trinidad e Tobago. ⁴ Comprende quei paesi dell'area dei Caraibi che non possono essere considerati centri bancari *offshore*. ⁵ Comprende le istituzioni internazionali eccetto la BRI.

⁶ Esclude i depositi interbancari entro l'area dichiarante, ma include le posizioni verso Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ⁷ Include le posizioni verso i restanti centri *offshore*.

dell'America Latina. I PVS non OPEC latino-americani, che nel 1981 avevano ancora accresciuto di \$4,7 miliardi i loro depositi presso le banche dichiaranti, nel 1982 li hanno ridotti di \$2,2 miliardi. I depositi dei paesi dell'Europa orientale presso le banche dichiaranti, rimasti pressoché invariati nel 1981, si sono accresciuti di \$1,9 miliardi nel 1982; la sola Unione Sovietica ha aumentato i suoi depositi per un ammontare superiore all'incremento aggregato del 1982. Gli "Altri paesi sviluppati", dopo aver accresciuto i loro depositi di \$3,4 miliardi nel 1981, nel complesso li hanno lasciati praticamente invariati lo scorso anno.

Dal lato degli impieghi del mercato, il forte rallentamento del nuovo credito si è concentrato in due gruppi di paesi, quelli in via di sviluppo non appartenenti all'OPEC e quelli dell'Europa orientale. Nel primo semestre del 1982 i crediti al primo gruppo di paesi erano aumentati ad un ritmo ancor più rapido che nel corrispondente periodo del 1981, cioè di \$ 15,5 miliardi. Tuttavia, date le crescenti difficoltà nei pagamenti di alcuni fra i maggiori paesi mutuatari, la crescita dei crediti a questo gruppo è diminuita fortemente nel secondo semestre dell'anno, scendendo a \$ 4,2 miliardi (a fronte di \$ 27,5 miliardi un'anno prima). Di conseguenza, la posizione creditoria complessiva verso i PVS non OPEC è aumentata di soli \$ 19,7 miliardi, ossia di un importo pari alla metà circa di quello registrato nel 1981. Non sorprende affatto che il rallentamento abbia riguardato in ampia misura i paesi dell'America Latina. Dopo aver ottenuto \$ 11,8 miliardi di nuovi crediti durante il primo semestre del 1982, nella seconda parte dell'anno questi paesi non sono stati più in grado, nonostante varie operazioni di rinegoziazione del debito, di mutuare nuovi fondi dalle banche per importi di qualche rilievo. Negli ultimi sei mesi del 1981 essi avevano ottenuto \$ 21,1 miliardi di nuovi crediti. Per contro, i paesi del Medio Oriente e dell'Asia sono riusciti a mantenere all'incirca costante il livello dei nuovi crediti ottenuti, raccogliendo fondi per \$ 5,4 miliardi (in dollari correnti), cioè solo \$ 1 miliardo in meno rispetto al 1981. Poiché questi paesi hanno contemporaneamente accresciuto la costituzione di depositi, nel 1982 essi sono risultati modesti fornitori netti di nuovi fondi alle banche dichiaranti.

Nei confronti dell'Europa orientale la variazione nei flussi bancari è stata ancor più drastica che nei confronti dei paesi dell'America Latina. Mentre nel 1981 le banche dichiaranti avevano ulteriormente accresciuto di \$ 4,8 miliardi le loro posizioni creditorie verso i paesi est-europei, lo scorso anno esse le hanno ridotte di un importo quasi uguale. Poiché questi paesi hanno contemporaneamente accresciuto i loro depositi presso le banche dichiaranti, si è avuto un riafflusso netto di fondi alle banche dichiaranti per oltre \$ 6,5 miliardi e conseguentemente le attività bancarie nette verso l'Europa orientale sono scese a \$ 37 miliardi alla fine del 1982.

Una situazione praticamente opposta si è avuta nei confronti dei paesi OPEC. Essi hanno accresciuto il loro indebitamento presso le banche dichiaranti da \$ 4,3 miliardi nel 1981 a \$ 8,1 miliardi. In considerazione dei forti prelievi dai loro depositi, ne è derivato un deterioramento di \$ 26,4 miliardi della posizione netta di questi paesi, che nel 1982 sono risultati di gran lunga i maggiori prenditori netti di fondi dalle banche dichiaranti.

Gli "Altri paesi sviluppati" hanno più o meno mantenuto invariato il ritmo del loro indebitamento nel 1982, ricevendo \$ 16 miliardi di nuovi crediti, ossia un importo di poco inferiore al 1981. In seguito alla virtuale stasi del livello dei loro depositi, anche questi paesi sono stati prenditori netti di fondi in misura maggiore che nel 1981.

L'indebitamento internazionale verso le banche dal 1974 al 1982

Gli acuti problemi emersi nel 1982 hanno segnato la fine di un periodo di nove anni durante il quale si era dilatato assai rapidamente l'indebitamento internazionale, in gran parte originato dal credito concesso dalle banche agli Stati. Il seguente paragrafo esamina l'accumularsi dell'indebitamento internazionale verso le banche

dal 1974, e i fattori che a partire dal 1980 hanno direttamente condotto al forte deterioramento dello scorso anno nel clima finanziario internazionale. Si è potuto evitare che tale deterioramento degenerasse nella seconda parte dell'anno in una crisi finanziaria internazionale di portata generale solo grazie ad una energica azione ufficiale di emergenza, unitamente ad una stretta cooperazione tra tutte le parti interessate: i paesi debitori, il Fondo Monetario Internazionale, le banche centrali dei paesi industrializzati e la comunità bancaria internazionale. In prospettiva, la presente situazione solleva interrogativi circa il futuro del sistema di intermediazione creditizia internazionale da parte delle banche, dal quale l'economia mondiale è dipesa in modo essenziale dal 1974.

L'accumulazione dell'indebitamento internazionale verso le banche dal 1974 al 1979. Sebbene il settore bancario internazionale, e in particolare l'euromercato, si fossero sviluppati rapidamente già durante gli anni sessanta, fu soltanto dopo i rincari del petrolio del 1973 e la rimozione negli Stati Uniti di tutte le restrizioni al credito bancario verso l'estero nel gennaio 1974 che le banche assunsero un ruolo predominante nei movimenti netti internazionali di capitali. Esse iniziarono a contribuire in misura senza precedenti al finanziamento generico delle bilance dei pagamenti dei paesi importatori di petrolio, nonché al finanziamento per lo sviluppo, in particolare dei PVS non OPEC. In aggiunta, il credito bancario permise talora ai paesi di accrescere le loro riserve valutarie lorde.

Tra la fine del 1973 e la fine del 1982, le attività lorde verso l'estero di tutte le banche dell'area dichiarante alla BRI sono aumentate di quasi sei volte, passando da \$ 290 a 1.690 miliardi, o da \$ 155 a 1.020 miliardi se si escludono le duplicazioni contabili. Di questa espansione di \$ 865 del credito netto, \$ 380 miliardi possono essere identificati come crediti concessi ai paesi all'interno della stessa area dichiarante e \$ 420 miliardi al resto del mondo. Anche se un certo numero di paesi sviluppati ha fatto pesantemente ricorso alle banche per finanziare i propri disavanzi con l'estero a partire dal 1974, i due gruppi di paesi esterni all'area in cui sono sorti problemi di indebitamento sono essenzialmente i PVS non OPEC e l'Europa orientale. Per quanto concerne il primo gruppo (escludendo i centri *offshore*), l'indebitamento lordo identificato verso le banche dichiaranti alla BRI è aumentato in cifre tonde da \$ 32 a 247 miliardi, ossia più di sette volte, tra la fine del 1973 e la fine del 1982. Ciò equivale a quasi il doppio della crescita, in dollari correnti, del prodotto nazionale lordo complessivo di questi paesi e a più del doppio dell'incremento delle loro esportazioni globali durante questo stesso periodo. Di conseguenza, nell'arco di questi anni il debito estero di tali paesi verso le banche è salito dal 60 al 130% delle loro esportazioni, parallelamente ad un aumento da circa un terzo a un mezzo nella quota del debito verso il settore bancario sul totale del loro indebitamento esterno. Per quanto riguarda l'Europa orientale, le passività esterne verso le banche sono aumentate da \$ 10 a 61 miliardi tra la fine del 1973 e la fine del 1981, contro un incremento da \$ 14,5 a 50 miliardi delle loro esportazioni verso i paesi industriali occidentali.

Fino ai rincari del petrolio del 1973 i PVS non OPEC avevano coperto i loro disavanzi strutturali correnti relativamente modesti soprattutto mediante trasferimenti ufficiali di capitali, investimenti diretti e finanziamenti alle importazioni. Alla fine del 1973 le loro passività lorde verso le banche internazionali, come già

menzionato, rappresentavano circa un terzo dell'indebitamento esterno complessivo e, a livello aggregato, erano quasi compensate dalle loro attività esterne verso le banche. A partire dal 1974 questa situazione subì un rapido mutamento. Per l'effetto combinato del forte aumento in valore delle importazioni di petrolio e della recessione nei paesi industrializzati – a sua volta collegata direttamente e indirettamente al rincaro del petrolio – il disavanzo esterno corrente per l'insieme dei PVS non OPEC aumentò da una media di circa \$7 miliardi l'anno durante il 1970-73 a \$21 miliardi nel 1974 e \$31 miliardi nell'anno successivo. Mentre durante questo periodo i paesi industrializzati poterono in larga misura finanziare

Flussi tra le banche dichiaranti alla BRI e gruppi di paesi esterni all'area dichiarante, 1974-1982. Stime

Voci	Consistenze a fine 1973	Flussi ² 1974-77 medie annue	Consistenze a fine 1977 nuove serie	Flussi ²					Consistenze a fine 1982
				1978	1979	1980	1981	1982	
miliardi di dollari USA a tassi di cambio costanti di fine trimestre									
Paesi OPEC³									
Depositi lordi	16,0	14,8	77,9	3,3	37,4	41,8	3,3	-18,3	135,2
Indebitamento lordo	6,5	7,0	39,1	16,7	7,2	7,0	4,3	8,1	78,6
Depositi netti ⁴	9,5	7,8	38,8	-13,4	30,2	34,8	-1,0	-26,4	56,6
<i>per memoria:</i>									
riserve in valuta ⁵	12,6	14,3	69,6	-14,5	15,4	19,5	-0,2	-11,1	78,7
saldo delle partite correnti	.	41,0	.	4,5	62,0	114,0	63,0	-3,0	.
PVS non OPEC⁶									
Depositi lordi	27,5	8,1	60,7	14,6	12,3	4,0	9,4	4,2	101,0
Indebitamento lordo	32,0	14,3	97,2	22,4	35,3	38,9	39,9	19,7	246,9
Depositi netti ⁴	-4,5	-6,2	-36,5	-7,8	-23,0	-34,9	-30,5	-15,5	-145,9
<i>per memoria:</i>									
riserve in valuta ⁵	21,2	5,5	43,5	11,1	8,5	-1,6	0,1	-2,4	59,1
saldo delle partite correnti	.	-21,0	.	-24,0	-40,0	-62,0	-67,0	-69,0	.
Paesi sviluppati⁷									
Depositi lordi	27,0	3,0	28,2	8,5	7,1	5,7	3,4	0,1	49,3
Indebitamento lordo	23,0	11,3	55,5	5,7	7,5	15,4	16,7	16,0	112,0
Depositi netti ⁴	4,0	-8,3	-27,3	2,8	-0,4	-9,7	-13,3	-15,9	-62,7
<i>per memoria:</i>									
riserve in valuta ⁵	23,5	-0,4	15,7	6,3	3,5	1,3	-1,5	1,2	26,6
saldo delle partite correnti	.	-20,0	.	-8,0	-7,0	-15,5	-24,5	-24,0	.
Europa orientale									
Depositi lordi	4,5	0,7	8,4	1,7	4,6	0,9	0,1	1,9	16,4
Indebitamento lordo	9,5	5,1	38,3	5,7	7,1	6,8	4,8	-4,7	53,3
Depositi netti ⁴	-5,0	-4,4	-29,9	-4,0	-2,5	-5,9	-4,7	6,6	-36,9

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

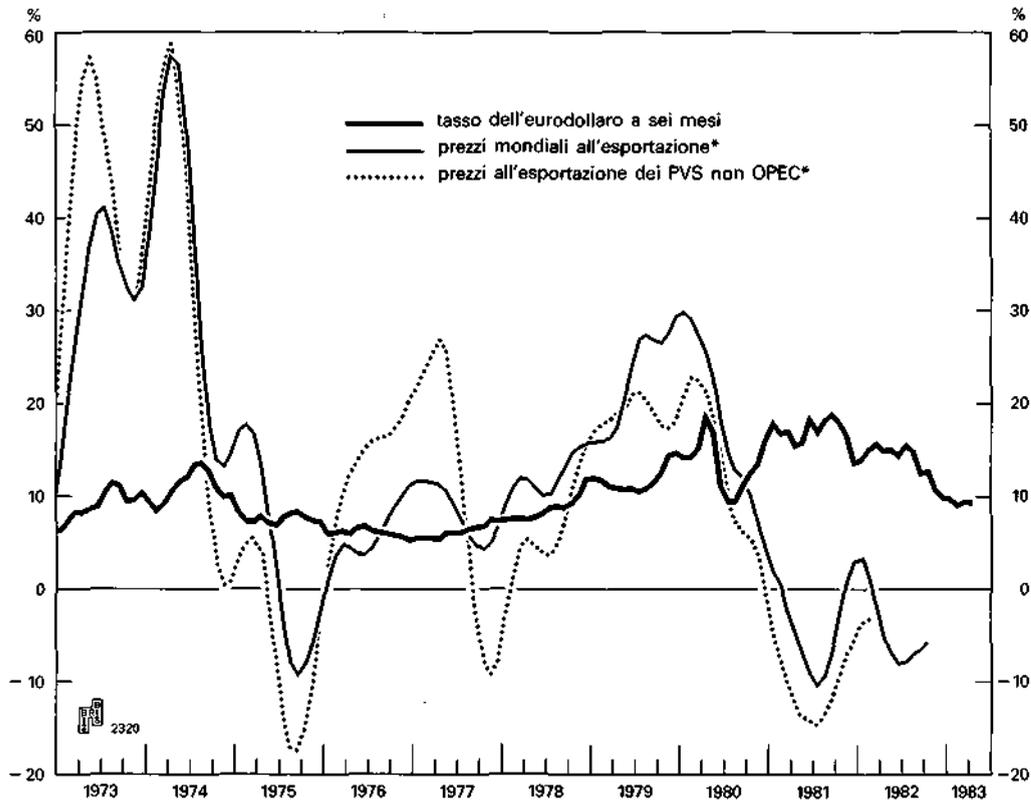
¹ Fino al 1977 le statistiche della BRI comprendevano le banche dichiaranti nel Belgio-Lussemburgo, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia, Svizzera e le filiali di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. Da allora esse comprendono anche le banche operanti in Austria, Danimarca, Irlanda e, per le banche in Francia e nel Regno Unito, alcune poste in moneta nazionale connesse al finanziamento del commercio internazionale precedentemente non comprese. A partire dal dicembre 1981 le banche negli Stati Uniti comprendono le "International Banking Facilities". ² Il totale dei dati di flusso per ciascuno degli anni non è necessariamente corrispondente alla differenza tra l'ammontare in essere all'inizio e alla fine dell'intero periodo a causa di discontinuità sia nella serie dei dati sia nel metodo di calcolo dei dati di flusso. ³ Compresi anche il Bahrain, Brunei, Oman, Trinidad e Tobago. ⁴ Un segno negativo (-) equivale a indebitamento netto. ⁵ A tassi di cambio correnti. ⁶ Esclusi i centri *offshore*. ⁷ Comprese, fino al 1977, Austria, Danimarca e Irlanda, incluse successivamente nell'area dichiarante.

i loro disavanzi con l'estero dovuti al rincaro del petrolio mediante afflussi diretti di fondi OPEC e l'indebitamento sul mercato obbligazionario internazionale, i PVS non OPEC, in mancanza di un corrispondente aumento degli afflussi ufficiali di capitali, fecero ricorso in misura molto maggiore al credito bancario internazionale per soddisfare il loro accresciuto fabbisogno di finanziamento esterno. Le banche internazionali dei principali paesi industrializzati, poste simultaneamente di fronte ad ingenti afflussi di fondi dai paesi OPEC e ad una domanda interna di credito relativamente modesta, avendone la possibilità furono disposte a soddisfare le esigenze di molti PVS (anche se non quelle dei più poveri), trasformando i depositi relativamente a breve in prestiti relativamente a lungo termine, attraverso la tecnica dei crediti "roll-over". Durante il 1974-75 le passività lorde dei PVS verso le banche dichiaranti alla BRI si raddoppiarono, salendo a \$61 miliardi, e l'indebitamento netto di questi paesi verso il settore bancario salì di \$21 miliardi.

Date le crescenti preoccupazioni mostrate dalle banche per la situazione dei pagamenti internazionali del Terzo Mondo e l'aumento delle maggiorazioni di tasso da esse applicate sui nuovi prestiti, verso il 1976 un certo numero di PVS non OPEC cominciò a reagire all'enorme espansione del disavanzo corrente con l'estero adottando provvedimenti di aggiustamento interno. Questi ultimi, unitamente alla ripresa economica nel mondo industrializzato, consentirono di ridurre il disavanzo complessivo di parte corrente di questi paesi a \$13 miliardi nel 1977, cioè ad una cifra che in termini reali corrispondeva approssimativamente al suo livello medio degli anni anteriori al rincaro del petrolio della fine del 1973. Di conseguenza, nel 1976-77 i PVS non OPEC furono in grado di ottenere ulteriori considerevoli fondi dalle banche, impiegandoli in larga parte per soddisfare l'urgente necessità di rafforzare le loro posizioni di riserva internazionale: su un nuovo indebitamento lordo complessivo verso le banche di \$27 miliardi durante questi due anni, \$23 miliardi andarono ad incrementare le riserve valutarie.

L'efficacia delle politiche di aggiustamento nei PVS non OPEC e l'assenza di insolvenze nell'attività creditizia internazionale contribuirono ad una valutazione meno prudentiale del rischio da parte delle banche e, a partire dal 1977, ad un netto miglioramento del clima del mercato a favore dei mutuatari. Nel 1977-78, le principali fonti di liquidità che alimentarono l'abbondanza di offerta di fondi sul mercato, in un periodo in cui le eccedenze OPEC erano temporaneamente scomparse, furono gli ingenti disavanzi della bilancia delle partite correnti degli Stati Uniti, abbinati ad ampi deflussi di capitali da questo paese, di riflesso all'indirizzo relativamente permissivo della politica monetaria statunitense. I disavanzi esterni degli Stati Uniti riducevano il fabbisogno di finanziamento delle bilance dei pagamenti e accrescevano al tempo stesso l'offerta di fondi per la concessione di crediti al resto del mondo. Nel 1978-79 la concorrenza tra le banche nella ricerca di nuovi impieghi internazionali compresse i loro margini di intermediazione a livelli che lasciavano poco spazio per l'accantonamento di riserve e, in taluni casi, condusse all'erogazione di prestiti che tenevano scarsamente conto della situazione e delle politiche dei paesi mutuatari. In aggiunta, il fatto che questi fondi fossero prontamente disponibili a tassi d'interesse molto bassi, o talora negativi in termini reali (misurati in rapporto al valore unitario in dollari delle esportazioni dei paesi mutuatari) indusse gradualmente un certo numero di PVS a mutuare fondi in eccesso.

Tassi d'interesse dell'eurodollaro e variazioni dei prezzi all'esportazione dal 1973 al 1983*

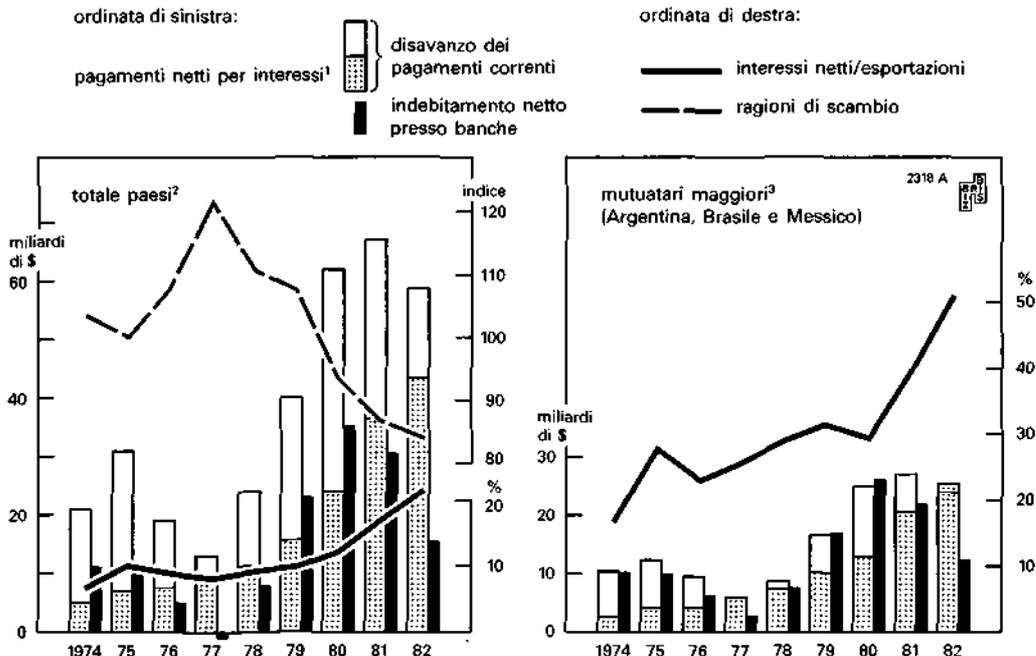


*Variazioni semestrali rapportate all'anno di medie mobili di tre mesi.

Pertanto, nel 1978, nonostante la virtuale scomparsa dell'eccedenza OPEC, il disavanzo aggregato di parte corrente dei PVS non OPEC iniziò nuovamente a salire; nel 1979, con il riemergere di un'ampia eccedenza nella bilancia dei pagamenti dei paesi OPEC, esso raggiunse un importo di \$40 miliardi, di tre volte superiore al livello del 1977. Nonostante questo nuovo fortissimo aumento del loro fabbisogno di finanziamento esterno, tra il 1978 e il 1979 i PVS incrementarono di quasi \$20 miliardi le loro riserve valutarie globali, soprattutto in virtù del fatto che, in aggiunta ad altre fonti di finanziamento, durante questi due anni essi furono in grado di mutuare \$58 miliardi di nuovi fondi dalle banche.

Alla fine del 1979 le passività dei PVS non OPEC verso le banche dichiaranti alla BRI avevano raggiunto un importo di \$156 miliardi su base lorda e di \$67 miliardi su base netta. Nondimeno, la situazione debitoria nei confronti dell'estero appariva ancora sostenibile a livello aggregato. Nel 1979, il disavanzo corrente complessivo, in rapporto alle esportazioni totali di questi paesi, era poco più della metà del livello del 1975, e il totale degli esborsi netti per interessi (sempre in rapporto alle esportazioni), era rimasto più o meno invariato, nonostante l'aumento dei tassi d'interesse a partire dal 1977. Tuttavia la situazione presentava qualche zona d'ombra. Alla fine del 1979 l'indebitamento lordo complessivo dei PVS non OPEC verso le banche dichiaranti alla BRI si concentrava per il 52% nel Brasile, Messico e Argentina, i cui pagamenti netti in conto interessi al resto del mondo

Fattori determinanti il fabbisogno d'indebitamento e ricorso netto dei PVS non OPEC al credito bancario internazionale dal 1974 al 1982



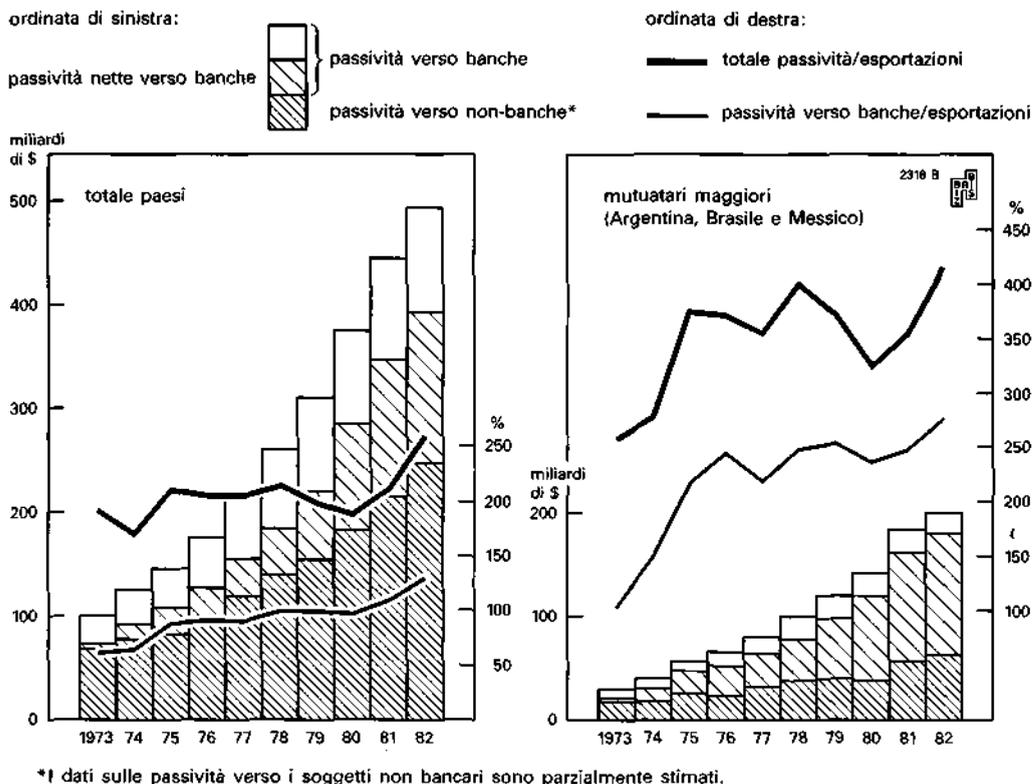
¹ I dati sui pagamenti netti per interessi sono in parte stimati. ² Nuovo indebitamento netto presso le banche calcolato in dollari costanti. ³ Nuovo indebitamento netto presso le banche calcolato in dollari correnti.

ammontavano ad un importo equivalente a quasi un terzo delle loro esportazioni di merci. Ciò comportava che sussisteva solo un modesto margine per la copertura finanziaria di un ulteriore deterioramento nella situazione dei conti con l'estero dei paesi in via di sviluppo maggiormente indebitati.

In termini più generali, il finanziamento su vasta scala dei disavanzi di bilancia dei pagamenti da parte delle banche tra il 1974 e il 1979 aveva mutato la natura dell'indebitamento internazionale per due importanti aspetti: in primo luogo, era notevolmente aumentata la quota del debito esterno a tassi d'interesse variabili, rendendo il paese debitore più vulnerabile agli aumenti dei tassi d'interesse; in secondo luogo, la scadenza media dell'indebitamento internazionale si era accorciata rispetto alla situazione anteriore al 1974. Questa evoluzione accrebbe la vulnerabilità dei paesi debitori nel successivo periodo di perturbazioni. Inoltre, questa maggiore vulnerabilità esterna derivante dal ricorso su vasta scala al finanziamento bancario fu accentuata dal fatto che le importazioni di PVS non OPEC continuavano ad aumentare ad un ritmo che sarebbe stato insostenibile anche nel caso in cui il clima economico generale fosse rimasto relativamente favorevole.

L'evolversi della situazione fino alla crisi del 1982. Vari fattori hanno concorso al successivo, grave deterioramento della situazione debitoria internazionale. Anzitutto, il nuovo forte incremento dei prezzi del petrolio, già iniziato nei primi mesi del 1979 e proseguito nel 1980, ha provocato, come già nel 1974, un rallentamento dell'attività economica nei paesi importatori di petrolio. Un secondo fattore, ancora più importante, è stata l'adozione su vasta scala di rigorose politiche antinflazionistiche nei paesi industrializzati che ha avuto conseguenze sfavorevoli

Evoluzione dell'indebitamento internazionale dei PVS non OPEC dal 1973 al 1982



per il commercio mondiale e per le ragioni di scambio di molti paesi mutuatari e che, attraverso i suoi effetti sui livelli dei tassi d'interesse, ha provocato un salto "quantico" nei costi del servizio del debito estero. A questo riguardo, l'influsso più importante era provenuto dal cambiamento, verso la fine del 1979, sia nell'orientamento sia nelle tecniche di politica monetaria negli Stati Uniti, che non solo aveva contribuito a portare i tassi d'interesse del dollaro a livelli senza precedenti, ma aveva altresì rappresentato un fattore-chiave nell'apprezzamento del dollaro, moneta in cui è denominata la maggior parte del debito internazionale. In terzo luogo, alcune perturbazioni politiche hanno acuito la percezione da parte delle banche dei rischi insiti nella loro attività creditizia internazionale.

Il disavanzo di parte corrente per l'insieme dei PVS non OPEC è salito fortemente fino a raggiungere \$ 62 miliardi nel 1980 e \$ 67 miliardi nel 1981, per poi scendere solo leggermente, nonostante una crescita economica quasi nulla, fino a \$ 59 miliardi nel 1982. Grazie ad un forte incremento dei valori unitari, i proventi delle esportazioni di questi paesi hanno continuato a crescere rapidamente nel 1980. Tuttavia, con l'indebolimento dell'attività economica e il diffondersi di tendenze protezionistiche nei paesi industriali, nonché con la caduta dei prezzi delle materie prime, nel 1981 la crescita di tali proventi ha subito un rallentamento, cui ha fatto seguito nel 1982 addirittura una flessione del 9%. A ciò si sono sovrapposti gli effetti del vertiginoso aumento dei tassi d'interesse che, data l'incidenza dei crediti "roll-over" e delle passività a breve, si sono rapidamente trasmessi alla maggior parte dei debiti bancari dei PVS non OPEC. Per l'effetto combinato dei più alti tassi

d'interesse e del continuo aumento dell'indebitamento, i pagamenti netti all'estero per interessi di questi paesi sono saliti da \$ 11 miliardi nel 1978 a \$ 43,5 miliardi nel 1982. Questo incremento ha vanificato in larga parte i risultati ottenuti dalle loro politiche di aggiustamento. Dopo un ampliamento da \$ 13 miliardi nel 1978 a \$ 38 miliardi nel 1980 nella componente del disavanzo esterno corrente non costituita dai pagamenti per interessi, nel 1982 essi sono riusciti a ridurre a \$ 15,5 miliardi questa componente del disavanzo, nonostante il clima economico internazionale molto sfavorevole. Tuttavia, di questo aggiustamento di \$ 22,5 miliardi, \$ 19,5 miliardi sono stati neutralizzati da un ulteriore aumento dei pagamenti netti per interessi. Questo fenomeno risulta particolarmente pronunciato nei tre maggiori paesi mutuatari dell'America Latina. Tra il 1980 e il 1982 il loro disavanzo complessivo di parte corrente è rimasto praticamente invariato ad un livello di \$ 24 miliardi; escludendo gli esborsi netti per interessi, il saldo delle transazioni di parte corrente è tuttavia passato da un disavanzo di \$ 12 miliardi a un'eccedenza di \$ 1,5 miliardi.

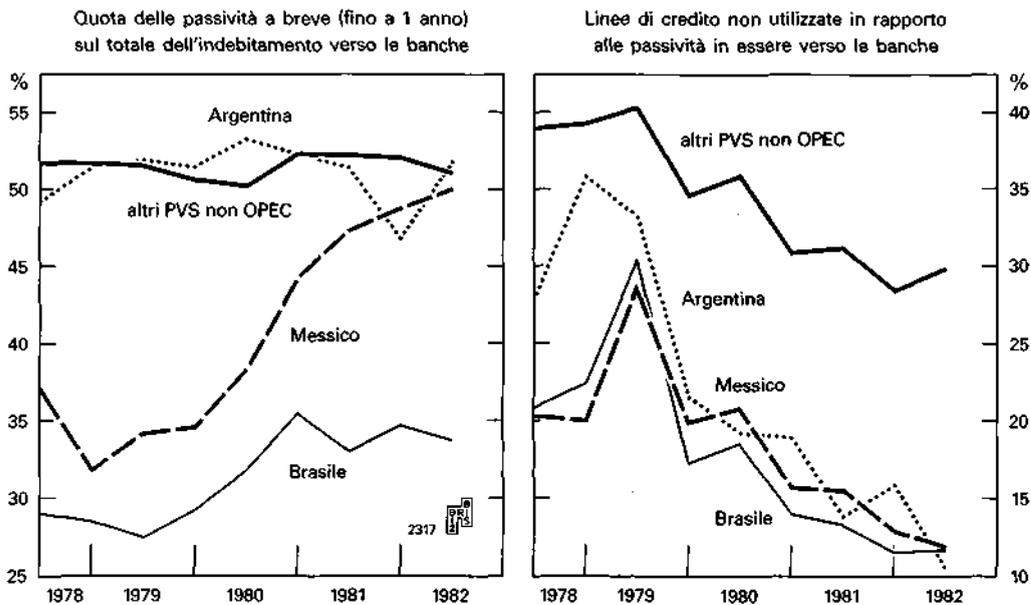
Il crescente indebitamento verso l'estero insieme ai piú alti tassi d'interesse ha provocato un ulteriore forte aumento del peso relativo del servizio del debito estero dei PVS non OPEC. Per questo gruppo, il rapporto tra pagamenti netti per interessi ed esportazioni, che tra il 1975 e il 1979 era rimasto nel complesso invariato, è piú che raddoppiato nel 1982, salendo a quasi il 23%. Per i tre maggiori mutuatari dell'America Latina questo rapporto ha raggiunto il 51,5% nel 1982 rispetto al 31% del 1979.

La posizione dei pagamenti con l'estero dei PVS non OPEC è stata ulteriormente aggravata dall'indebolimento dei loro prezzi all'esportazione, con la conseguenza che gli oneri per interessi sul loro debito in essere sono aumentati ancor piú in termini reali che in termini nominali. In effetti, a causa della flessione dei loro prezzi all'esportazione tra il 1981 e il 1982, i pagamenti per interessi, che negli anni precedenti avevano rappresentato in larga parte ammortamenti, comportavano ora un reale prelievo sulle risorse del paese debitore e il valore reale del debito in essere ha continuato ad aumentare anche in assenza di un ulteriore nuovo indebitamento. Infine, il fatto che, come mostra il grafico a pagina 131, nel 1981 e 1982 i disavanzi aggregati di parte corrente dei PVS non OPEC fossero in larga parte rappresentati da pagamenti netti per interessi ha significato che il nuovo indebitamento netto non ha piú fornito a questi paesi nuove risorse di capitale, ma ha semplicemente finanziato parte degli esborsi per interessi sul loro debito in essere.

Considerando gli sviluppi successivi al 1979 dal punto di vista delle banche, va osservato che in un primo momento esse non hanno reagito energicamente al mutamento intervenuto nella situazione dei pagamenti internazionali. Nel 1979 le banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera avevano preso in attento esame la rapida espansione del credito bancario internazionale negli anni recenti e, nella consapevolezza che il riciclaggio della nuova eccedenza dei paesi OPEC avrebbe comportato un ulteriore sostanziale ricorso alle banche da parte dei paesi deficitari, posero in rilievo in un comunicato emesso alla metà di aprile del 1980 l'importanza di preservare la saldezza e la stabilità del sistema bancario internazionale. A tale riguardo, esse sottolinearono in particolare l'esigenza che le banche mantenessero un livello adeguato di mezzi propri e di liquidità e che evitassero un'eccessiva concentrazione dei rischi nella loro attività internazionale.

Dati i continui ampi afflussi di nuovi fondi alle banche, la relativa debolezza della domanda di credito da parte della loro clientela interna e le limitatissime perdite per insolvenze da esse fino ad allora subite nell'attività internazionale, la più cauta valutazione della componente di rischio da parte delle banche medesime si è limitata in un primo tempo ad una maggiore selettività nei confronti dei singoli mutuatari. Il nuovo credito ai PVS non OPEC ha continuato ad espandersi, anche se ad un ritmo più lento che in passato, e in misura molto minore dell'incremento dei loro disavanzi correnti con l'estero. I paesi deficitari fortemente dipendenti dalle importazioni di petrolio, e il cui indebitamento esterno aveva già raggiunto livelli elevati, hanno dovuto accettare maggiorazioni di tasso più ampie, mentre i mutuatari di prim'ordine – e fino alla metà del 1981 vi era ancora fra essi il Messico, grazie alle sue risorse petrolifere – hanno potuto ottenere crediti a condizioni più favorevoli che in passato. Alcune banche minori hanno cominciato ad astenersi dal partecipare a nuovi crediti ai paesi a più alto rischio e, quando è risultato difficile ripartire su un ampio numero di istituti la partecipazione ai prestiti, le banche maggiori sono ricorse alla tecnica dei cosiddetti "club loans", o semplicemente hanno concesso crediti su base singola. Va aggiunto che, mentre le autorità di vigilanza tendevano ad incoraggiare una moderazione nel ritmo di espansione del credito, i governi non sempre sono stati alieni dal sollecitare la partecipazione delle banche al finanziamento di progetti collegato alle esportazioni.

Caratteristiche dell'indebitamento esterno di alcuni paesi verso le banche, 1978-1982



Fonte: statistiche BRI semestrali sulla struttura per scadenze.

Il più chiaro segno di accresciute tensioni sui mercati può essere forse individuato nell'evoluzione dei margini non utilizzati sulle linee di credito internazionali accordate dalle banche. In rapporto ai crediti in essere, tali margini avevano cominciato a calare assai rapidamente nella seconda metà del 1979, continuando a ridursi ad un ritmo alquanto costante fino alla metà del 1982, ultimo

termine per il quale sono disponibili tali dati. Anche per questo aspetto l'andamento discendente è stato particolarmente pronunciato nei tre maggiori paesi mutuatari dell'America Latina. Nel caso del Brasile, ad esempio, le linee di credito non utilizzate sono scese dal 30% dell'indebitamento in essere verso le banche dichiaranti alla BRI nel giugno 1979 al 12% alla metà del 1982. D'altra parte, non vi erano indicazioni di un generale accorciamento delle scadenze nel debito bancario in essere dei paesi in via di sviluppo. Tuttavia, a partire dal 1979 il Messico ha fatto ricorso in misura particolarmente ingente al credito a breve termine, con il risultato che la componente a breve del suo debito verso le banche dichiaranti alla BRI è salita dal 34 al 50% circa alla metà del 1982, anche se parte di questo incremento può essere stato connesso al finanziamento delle esportazioni di petrolio. Anche in Brasile, che per conservare il suo accesso al credito internazionale ha dovuto acconsentire a più ampie maggiorazioni di tasso sui crediti bancari, la componente a breve del suo debito complessivo verso le banche è cresciuta dal 28% della metà del 1979 a circa il 34% alla metà del 1982, livello questo pur sempre ben al disotto della media dei PVS non OPEC.

Nonostante una maggiore selettività nelle politiche di credito delle banche e un aumento nel costo dell'indebitamento, i PVS non OPEC economicamente più avanzati hanno continuato a preferire il finanziamento dei loro disavanzi nei pagamenti esterni attraverso il credito bancario anziché fare ricorso al Fondo Monetario Internazionale. Anzitutto, il credito bancario non poneva condizioni alla politica economica. In secondo luogo, almeno fino all'adozione della politica di accesso allargato alle risorse del Fondo nel settembre 1980, le possibilità di utilizzo massimo delle risorse del Fondo consentito ai paesi membri, soprattutto a quelli maggiormente deficitari, apparivano modeste sia in rapporto al loro fabbisogno complessivo di finanziamento esterno, sia rispetto agli importi che essi potevano mutuare dalle banche. Pertanto, solo quando il ricorso al credito condizionale del FMI è diventato una *conditio sine qua non* per l'ulteriore accesso al credito bancario, l'utilizzo delle risorse del Fondo ha assunto un ruolo essenziale nelle strategie di finanziamento esterno dei paesi debitori. A questo stadio, tuttavia, la posizione esterna di alcuni importanti paesi mutuatari era ormai diventata critica.

Il primo grave colpo alla fiducia dei mercati si è avuto verso la fine del 1980 allorché il deterioramento della situazione economica della Polonia, insieme a perturbazioni politiche, ha fatto sì che questo paese non fosse più in grado di onorare gli impegni connessi con il servizio del debito, senza una rinegoziazione generale degli accordi di credito. Le banche hanno reagito adottando politiche più restrittive nei confronti di altri paesi dell'Europa orientale, la cui situazione economica di fondo era in parte alquanto diversa. Il nuovo credito all'Europa orientale, che era salito a \$6,8 miliardi nel 1980, si è ridotto a \$4,8 miliardi nel 1981; e nel 1982 vi sono stati rimborsi netti di crediti per \$4,7 miliardi. La principale vittima di questa "sindrome della regionalizzazione" è stata l'Ungheria che, diversamente dagli altri paesi est-europei, aveva finanziato gran parte del proprio commercio estero sull'euromercato, accumulando quindi ingenti debiti verso le banche, dei quali una parte considerevole era a breve termine. Nonostante che nel 1979 le autorità avessero intrapreso un programma di aggiustamento che nel 1981 ha portato la bilancia commerciale dal passivo in attivo, gli accresciuti pagamenti per interessi hanno comportato un netto deterioramento delle partite

correnti, a cui si sono sommati ingenti ritiri di fondi bancari a breve nel primo trimestre del 1982. Al fine di stabilizzare la situazione la BRI ha concesso crediti di emergenza alla Banca Nazionale d'Ungheria, cui hanno fatto seguito ulteriori misure di aggiustamento interno e un credito del FMI. Ciò ha consentito all'Ungheria di ottenere nuovamente un certo sostegno finanziario dalle banche.

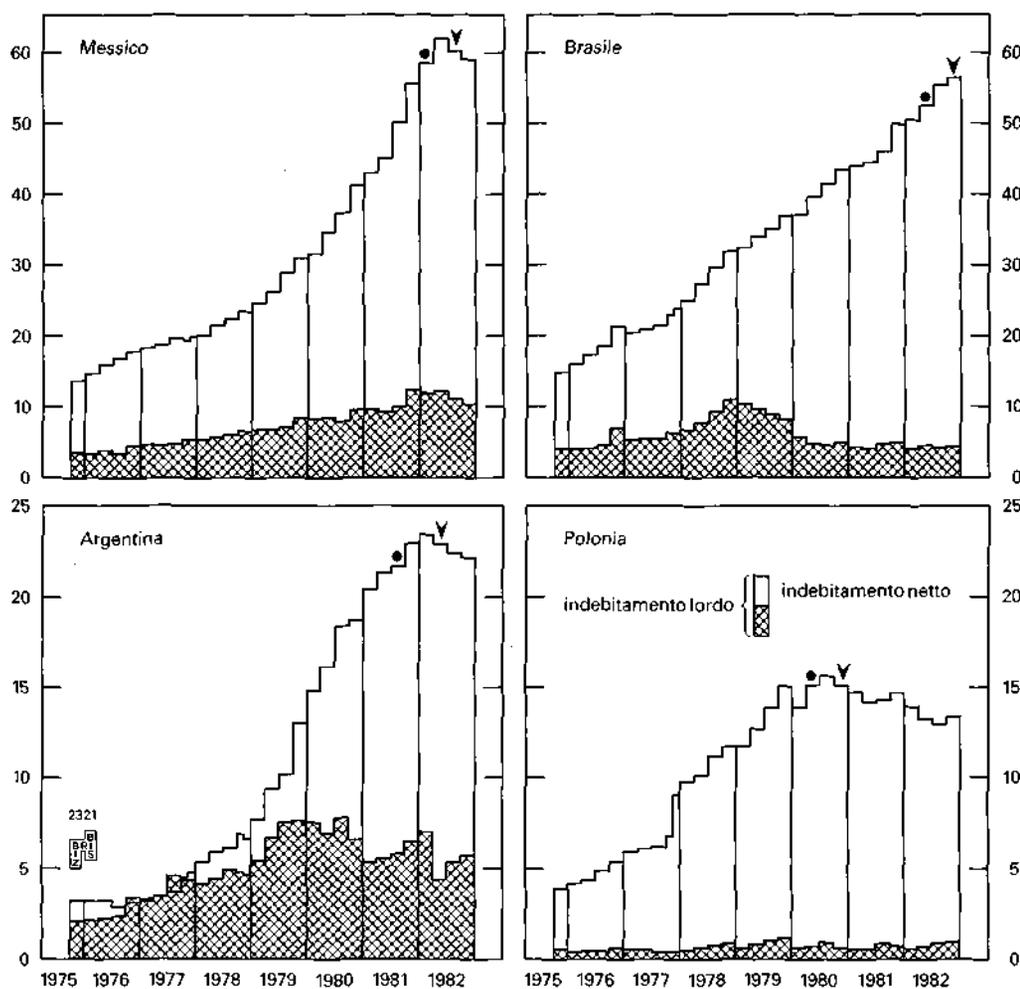
La seconda scossa alla fiducia del mercato è provenuta dalla crisi delle Falklands nell'aprile 1982. Anche se l'Argentina aveva ribadito la propria volontà di onorare gli impegni finanziari, il conflitto delle Falklands si è chiaramente ripercosso sulla capacità del paese di far fronte al servizio del debito. Inoltre, accentuando la percezione da parte delle banche dei rischi connessi alla propria esposizione verso l'America Latina in generale, esso ha favorito l'insorgere di una "sindrome della regionalizzazione" anche in questa parte del mondo, cosicché per gli altri paesi dell'America Latina l'accesso al credito bancario internazionale è divenuto più difficile e più oneroso.

Durante il 1982 il clima dei mercati subì un ulteriore influsso sfavorevole proveniente dall'imprevista gravità e persistenza della recessione economica nei paesi industriali e, in particolare, dal suo crescente impatto sull'attività bancaria in termini di perdite subite per insolvenze su crediti all'interno — soprattutto per quanto riguarda alcune grandi società mutuarie — nonché sull'andamento delle esportazioni e sulle posizioni dei pagamenti verso l'estero dei paesi in via di sviluppo in generale. In aggiunta, alcuni sensazionali dissesti di istituzioni finanziarie, sebbene dovuti in larga parte a fattori specifici, come la gestione fraudolenta e la debolezza del mercato del petrolio, hanno accresciuto le incertezze circa la stabilità del sistema finanziario internazionale.

Il colpo decisivo al clima psicologico e all'ordinato funzionamento del mercato creditizio internazionale si è avuto nella tarda estate del 1982, con la crisi debitoria e di liquidità esterna del Messico, innescata da una massiccia fuga di capitali messicani verso gli Stati Uniti. A rigore, questi sviluppi non avrebbero dovuto costituire una sorpresa per il mercato. Nell'aspettativa di un costante aumento dei proventi petroliferi, alcuni anni prima il Messico si era impegnato in politiche di espansione economica che sarebbero state probabilmente insostenibili anche in un contesto economico mondiale più propizio. Inoltre, per evitare di dover acconsentire alle condizioni più onerose applicate ai prestiti bancari a lungo termine, il Messico aveva soddisfatto una parte crescente del suo ingente fabbisogno di finanziamento esterno mediante crediti a breve, una politica questa che era chiaramente visibile già molto prima dello scoppio della crisi, ad esempio nelle statistiche sull'attività bancaria internazionale pubblicate dalla BRI. Ciò nonostante, in considerazione delle risorse petrolifere del paese e della sua importanza per le banche mutuanti in termini di volume di operazioni e di profitti, queste hanno continuato ad accrescere fortemente la loro esposizione verso il Messico fino al secondo trimestre del 1982.

All'insorgere della crisi messicana è stata concordata sul piano internazionale una pronta ed efficace azione di sostegno ufficiale di emergenza. Agli inizi di agosto del 1982 la Banca del Messico ha attinto \$ 700 milioni dalla linea reciproca di credito con la Federal Reserve Bank di New York e a metà agosto il Governo degli Stati Uniti ha anticipato \$ 1 miliardo al Messico a pagamento di future importazioni di petrolio, oltre a fornire garanzie finanziarie per \$ 1 miliardo sulle esportazioni di

Evoluzione dell'indebitamento lordo e netto di alcuni paesi verso le banche, 1975-1982



Nota: le frecce in cima alle colonne indicano i trimestri in cui sono insorti i problemi finanziari, mentre i punti indicano i dati statistici più recenti sull'indebitamento bancario disponibili a quel momento. Le cifre comprendono le variazioni di valutazioni derivanti dai movimenti dei tassi di cambio, ma escludono le posizioni verso le banche in Svizzera. Nonostante queste imperfezioni, il grafico mostra assai chiaramente che in tutti e quattro i casi era possibile constatare una forte accumulazione del debito già molti anni prima della crisi nei pagamenti verso l'estero.

derrate alimentari. Contemporaneamente venivano avviate trattative tra la Banca del Messico, le autorità monetarie statunitensi e la BRI per un credito di prefinanziamento in pendenza di un accordo tra il Messico e il Fondo Monetario Internazionale per un prelievo nel quadro dello Schema di finanziamento allargato. Il 30 agosto 1982 è stato concesso alla Banca del Messico un credito di prefinanziamento di \$ 1.850 milioni, per metà dalla autorità monetarie statunitensi e per metà dalla BRI. In dicembre il Messico ha attinto \$ 0,2 miliardi sulla prima tranche creditizia della sua quota presso il Fondo, e ha ottenuto un credito di \$ 3,8 miliardi utilizzabile nell'arco di tre anni nel quadro dello Schema di finanziamento allargato.

La crisi messicana ha prodotto un'immediata "sindrome della regionalizzazione" nei riguardi dell'America Latina, rischiando altresì di esasperare la

situazione di un certo numero di paesi pesantemente indebitati in altre parti del mondo. In settembre, la banca centrale dell'Argentina ha preso contatto con la BRI per un credito di prefinanziamento ed ha avviato negoziati per un credito del FMI. Nel gennaio 1983 la BRI ha concesso all'Argentina una linea di credito di \$ 500 milioni e il FMI ha approvato l'utilizzo da parte di questo paese di risorse del Fondo per un totale di \$ 2,2 miliardi, di cui \$ 1,6 miliardi nel quadro di una linea di credito *stand-by*.

Il piú importante paese colpito dalla "sindrome della regionalizzazione" nell'America Latina è stato il Brasile, che verso la fine del 1982 ha richiesto un sostegno internazionale ufficiale su vasta scala. Nel dicembre dello stesso anno la BRI ha accordato alla banca centrale del Brasile un credito di prefinanziamento di \$ 1,2 miliardi, successivamente elevato a \$ 1,45 miliardi, e nel febbraio 1983 il FMI ha approvato l'utilizzo da parte del Brasile di risorse del Fondo per un importo complessivo di \$ 5,4 miliardi, dei quali \$ 4,6 miliardi nel quadro dello Schema di finanziamento allargato.

Per certi versi l'aspetto piú difficile di queste operazioni internazionali di salvataggio è stato quello di predisporre nuovo credito bancario ai paesi in questione, senza il quale l'insieme delle misure di sostegno finanziario sarebbe stato inadeguato. Le difficoltà di predisporre nuovi fondi bancari su una base che fosse considerata equa dalle stesse banche, derivavano dal fatto che un numero assai elevato di banche diverse, appartenenti ad un'ampia gamma di sistemi bancari, aveva crediti in essere verso questi paesi, e che l'entità e la natura dell'esposizione variavano notevolmente da banca a banca e da un sistema bancario all'altro. Per il Messico e il Brasile sono stati in effetti concordati nuovi crediti bancari, per importi di \$ 5 e 4,4 miliardi rispettivamente, e in entrambi i casi la disponibilità del finanziamento del Fondo è stata condizionata all'erogazione del nuovo credito bancario e viceversa. Nel caso dell'Argentina, nel dicembre 1982 le banche hanno concordato di fornire un credito preliminare di \$ 1,1 miliardi, subordinando l'erogazione di ulteriori fondi all'accesso dell'Argentina alle risorse del Fondo; nuove linee di credito bancario per \$ 1,5 miliardi sono ancora in corso di negoziazione.

Nella primavera del 1983, venticinque PVS non OPEC, il cui indebitamento alla fine del 1982 rappresentava due terzi delle passività complessive di questo gruppo verso le banche dichiaranti alla BRI, avevano avviato trattative con le banche per una rinegoziazione del debito e per molti di essi si era interrotto il flusso spontaneo di credito da parte delle banche. Quattordici di questi paesi stavano utilizzando crediti del FMI o ne avevano fatto richiesta. All'esterno di questo gruppo, alcuni paesi dell'OPEC, tra cui il Venezuela e la Nigeria, si trovavano in gravi difficoltà finanziarie con l'estero; altrettanto è accaduto alla Jugoslavia, che ha ottenuto una cospicua assistenza ufficiale da un certo numero di paesi, nonché un credito dalla BRI. In aggiunta, per la maggior parte dei paesi dell'Europa orientale l'accesso al nuovo credito bancario ha continuato ad essere assai difficile. Tuttavia, malgrado l'esaurimento pressoché totale del nuovo credito spontaneo delle banche ai paesi dell'America Latina e dell'Europa orientale, e nonostante i cospicui prelievi di fondi sull'euromercato da parte di paesi OPEC e delle autorità monetarie di alcuni altri paesi, i mutuatari di prim'ordine hanno continuato ad avere facile accesso al credito bancario internazionale.

Valutazioni e conclusioni. Considerando in termini macroeconomici dal punto di vista dei mutuatari l'espansione dell'indebitamento internazionale dal 1974 al 1982, è chiaro non solo che l'indebitamento non è di per sé un fatto negativo, ma che esso può essere addirittura vantaggioso, e spesso lo è, a condizione di non gravare eccessivamente sul futuro del paese mutuatario. Questa condizione è soddisfatta fintanto che: 1) i fondi ottenuti sono impiegati per accrescere gli investimenti; 2) gli investimenti giovano all'industria dei prodotti di esportazione e/o succedanei di prodotti importati in misura sufficiente a far fronte al servizio del debito senza un drastico deterioramento delle ragioni di scambio del paese; 3) la produttività degli investimenti è commisurata, tenuto conto di quanto detto al punto 2) al costo di essi in termini di tassi d'interesse reali. E' evidente che negli ultimi nove anni l'indebitamento internazionale non ha soddisfatto questi requisiti per alcuni importanti aspetti. In primo luogo i disavanzi delle partite correnti indotti dai prezzi del petrolio, per quanto inevitabili, hanno implicato che molta parte dell'indebitamento non avesse come contropartita investimenti all'interno, ma rappresentasse solo un finanziamento addizionale della bilancia dei pagamenti. Inoltre molti dei crediti ottenuti a tassi d'interesse reali nulli o quasi sarebbero apparsi non opportuni se si fossero previsti i più recenti livelli dei tassi d'interesse. Ed anche nella misura in cui gli investimenti sono stati diretti ad accrescere il potenziale di esportazione del paese mutuatario, l'attuale debolezza della domanda mondiale e le crescenti tendenze protezionistiche nei paesi industriali non consentono per il momento che una parte di questi investimenti dia i risultati attesi. Pertanto, sulla base dell'esperienza ricavata dall'attuale situazione economica mondiale, è difficile evitare la conclusione che l'indebitamento internazionale a partire dal 1974 non è stato sempre molto vantaggioso per i paesi debitori, anche se buona parte di esso è stata l'inevitabile conseguenza delle due ondate di rincari del petrolio.

Considerando gli sviluppi dopo il 1974 dal punto di vista delle banche, il fatto che un numero così elevato di paesi abbia dovuto ricorrere alla rinegoziazione del debito e/o ad operazioni ufficiali di sostegno ha fatto ritenere, in taluni ambienti, che in passato quasi tutta l'erogazione di credito delle banche a certi gruppi di paesi abbia costituito un'allocazione di fondi erronea ed irresponsabile. Questa opinione è, a dir poco, troppo generica. Essa sembra non tenere conto quasi per nulla della misura in cui dal 1974, e in particolare dopo i due shock petroliferi, il funzionamento dell'economia mondiale e del sistema finanziario internazionale è dipeso dal ruolo di intermediazione svolto dalle banche internazionali.

Un argomento talvolta citato a carico delle banche è che la loro riluttanza ad accrescere ulteriormente l'esposizione internazionale e, in taluni casi, i loro sforzi per ridurla, equivalgono ad ammettere che le politiche creditizie da esse adottate in passato in questo campo erano errate. Fatte le debite proporzioni, può essere utile immaginare che cosa accadrebbe in un contesto nazionale se durante una recessione le banche interrompessero improvvisamente il flusso di nuovo credito al settore delle imprese e cominciassero a non rinnovare le esistenti linee di credito a breve termine. Il risultato inevitabile sarebbe un collasso finanziario che rischierebbe di travolgere anche le imprese gestite correttamente, comprese le banche, per non parlare degli effetti indiretti sulla domanda aggregata e sulla situazione economica generale. Un tale collasso finanziario non permetterebbe di trarre facili conclusioni sulla qualità dell'allocazione del credito bancario e dell'investimento delle imprese prima

dell'insorgere della crisi, mentre si potrebbe tranquillamente concludere che vi sono state gravi mancanze nella gestione dell'economia a livello macroeconomico.

Con ciò non si vuole ovviamente affermare che nella loro attività creditizia internazionale le banche non siano incorse in qualche grave errore, se non altro nel supporre che il credito agli Stati fosse in qualche modo meno rischioso di quello concesso, per esempio, alle imprese. Tuttavia, l'attuale situazione di recessione mondiale e di mancanza di fiducia conduce facilmente ad un giudizio indiscriminato sui comportamenti passati. Inoltre, mentre i singoli crediti devono essere rimborsati e non sono sempre necessariamente rinnovati, a livello macroeconomico l'erogazione di credito forzatamente percorre una strada a senso unico. I tentativi di contrarre l'esposizione creditizia in termini aggregati o persino di arrestarne la crescita, se non impediti, a livello internazionale avrebbero senza dubbio conseguenze finanziarie ed economiche ancor più gravi che in una singola economia.

Infine, anche se è innegabile che a partire dal 1974 vi sono stati periodi in cui le banche hanno mutuato in eccesso e i paesi deficitari si sono indebitati in eccesso, tali sviluppi vanno considerati nel contesto dell'evoluzione della situazione economica mondiale. Durante i nove anni dalla fine del 1973 alla fine del 1982 si è avuta dapprima una fase di inflazione alquanto elevata cui è seguito, dopo la seconda ondata di rincari del petrolio, un diffuso processo di disinflazione nel mondo industrializzato. In tali circostanze, non è stato sempre facile formulare un giudizio fondato sulle reali prospettive economiche. In particolare, le politiche di espansione perseguite dai paesi industriali nel 1977-78 e, soprattutto l'orientamento della politica monetaria degli Stati Uniti in quegli anni, sono stati in ampia misura responsabili della comparsa, a partire dal 1977, di condizioni favorevoli ai mutuatari sul mercato dei fondi bancari internazionali; ciò ha fatto sì che fosse difficile, sia per i paesi mutuatari sia per le banche, attenersi ai dovuti criteri di moderazione. La presenza di un mercato favorevole ai mutuatari, unitamente ai successivi nuovi rincari del petrolio, ha contribuito a spianare la via agli attuali problemi dell'indebitamento internazionale.

Nell'affrontare i problemi di indebitamento emersi nel 1982, l'obiettivo prioritario delle autorità sia nazionali che internazionali è stato quello di impedire un'inversione dei flussi creditizi internazionali ai paesi in difficoltà e di assicurare un afflusso adeguato di nuovi fondi ad essi. Ciò ha comportato in taluni casi l'impiego di misure che sarebbero state impensabili in circostanze normali e che, in un'ottica di più lungo periodo, presentano alcuni inconvenienti; altri elementi della strategia ufficiale impiegata per mantenere il flusso di credito internazionale possono tuttavia indicare la strada per soluzioni di più lungo periodo.

Poiché era fuori discussione che i fondi ufficiali potessero semplicemente sostituirsi a quelli privati, dati gli importi in causa, la strategia adottata nei casi più importanti è stata quella di subordinare l'assistenza ufficiale, per lo più nella forma di crediti del FMI, ad un'ulteriore erogazione di credito da parte delle banche. La natura condizionale del credito del Fondo, legato all'adozione di incisivi programmi di aggiustamento economico da parte dei paesi debitori, lascia sperare che vengano superate le difficoltà nei pagamenti di questi paesi e incoraggia le banche a continuare l'erogazione di credito ad essi. L'aspetto più difficile di questa strategia è quello di trovare il giusto equilibrio tra l'imposizione al paese debitore di programmi di aggiustamento eccessivamente onerosi - che non andrebbero a

vantaggio né della sua stabilità economica e politica, né dell'economia mondiale nel suo insieme — e un atteggiamento di eccessiva indulgenza che semplicemente ritarderebbe la resa dei conti. Dato che l'elaborazione e la negoziazione di programmi di aggiustamento patrocinati dal Fondo richiedono solitamente un certo periodo di tempo, mentre le esigenze di sostegno dei paesi debitori erano molto pressanti, le autorità monetarie dei paesi industrializzati hanno fornito, per lo più attraverso la BRI, un'assistenza finanziaria a breve termine per colmare questo divario temporale. Inoltre, alcune banche centrali hanno fatto opera di persuasione presso le banche poste sotto la loro giurisdizione affinché mantenessero in essere le linee di credito a breve ai paesi debitori, ed in particolare alle dipendenze estere delle banche di quei paesi che erano ricorse al mercato monetario internazionale per il finanziamento della bilancia dei pagamenti. Questa opera di persuasione è giunta a comprendere la richiesta alle banche di ricostituire le linee di credito interbancario a breve precedentemente ridotte.

Le vigorose operazioni di sostegno intraprese dai governi, dalle banche centrali e dalle istituzioni monetarie internazionali sono riuscite a preservare il sistema finanziario internazionale, in larga parte perché le stesse banche sono consapevoli del fatto che per salvaguardare le integrità dei loro averi non vi è alternativa all'ulteriore erogazione di credito. Il principale problema per le banche è quello di pervenire ad un'equa ripartizione di questo onere e ad un comportamento solidale fra loro. Al tempo stesso, è chiaro che questo tipo di credito "indotto" delle banche può essere considerato solo come operazione di arginamento. Un reale miglioramento della situazione creditizia internazionale può solo provenire dal miglioramento delle posizioni dei pagamenti verso l'estero dei paesi mutuatari; e i presupposti di ciò consistono sia nelle politiche di aggiustamento di questi paesi sia nel clima economico mondiale, ivi comprese appropriate politiche commerciali da parte del mondo industrializzato che consentano una crescita sostenuta delle esportazioni dei paesi debitori.

I mercati obbligazionari internazionali

Il 1982 ha segnato un'espansione senza precedenti dei mercati obbligazionari internazionali; il volume complessivo delle nuove emissioni è infatti aumentato di quasi il 50%, passando da \$ 48,8 miliardi a un massimo assoluto di \$ 71,7 miliardi. L'espansione ha riguardato soprattutto il settore delle euroobbligazioni, dove le nuove emissioni sono salite a \$ 46,5 miliardi con un incremento di quasi \$ 20 miliardi; per contro il volume delle emissioni estere è aumentato solo modestamente — di \$ 3,6 miliardi — passando a \$ 25,2 miliardi.

L'attività di emissione sul mercato euroobbligazionario è stata particolarmente esuberante nel primo semestre dell'anno, quando la forza del dollaro sui mercati dei cambi e il livello costantemente elevato dei tassi d'interesse su questa moneta — e, in parte, anche le aspettative di una loro flessione — hanno accresciuto la domanda di obbligazioni in eurodollari. Ciò ha spinto i tassi sull'eurodollaro applicati ai mutuatari di prim'ordine ben al disotto dei corrispondenti rendimenti negli Stati Uniti. Di conseguenza, i mutuatari hanno cercato di spostare la loro attività di emissione dal mercato statunitense verso l'euromercato delle obbligazioni. Ciò vale in particolare per le società statunitensi, che nella prima metà dell'anno hanno

Emissioni obbligazionarie internazionali¹

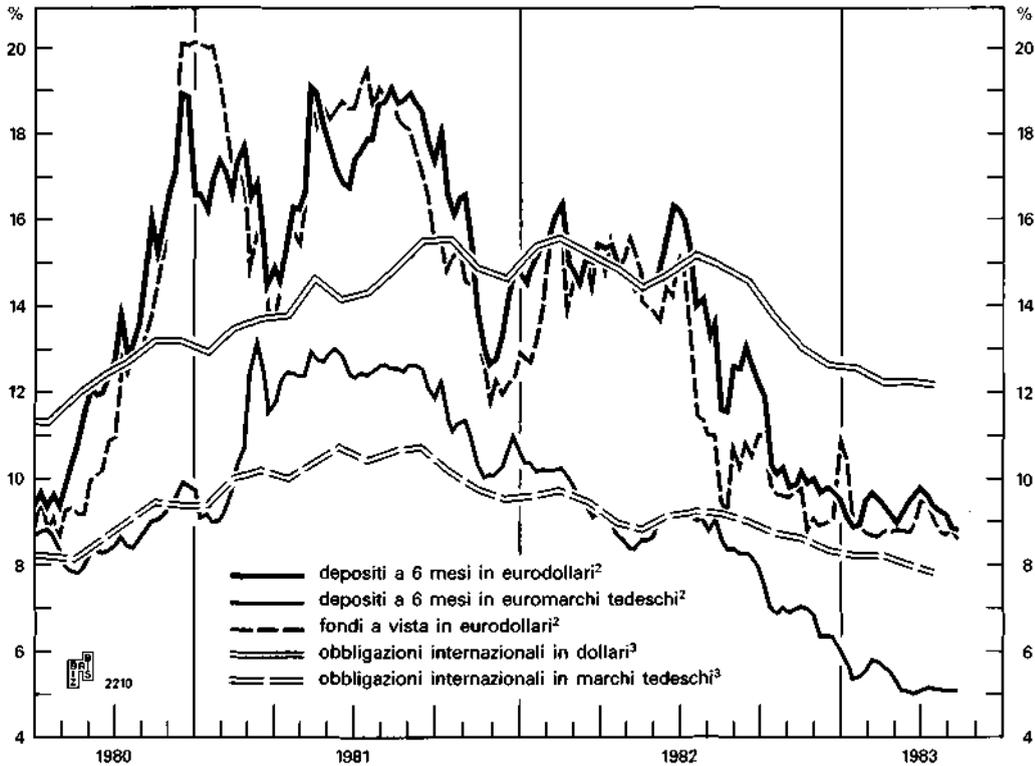
Aree o paesi mutuatari	Anni	Emissioni euroobbligazionarie				Emissioni estere			
		Totale	di cui			Totale	di cui		
			dollari USA	marchi tedeschi	collocamenti privati		negli Stati Uniti	in Svizzera	collocamenti privati
milioni di dollari USA									
Europa occidentale . . .	1980	9.070	4.860	2.110	1.510	5.930	610	3.380	2.110
	1981	7.590	5.230	860	660	5.440	640	3.070	1.390
	1982	16.550	12.690	1.920	1.160	5.250	780	2.350	1.350
	1983/I	7.290	5.870	750	510	2.090	150	1.030	990
Canada	1980	1.440	1.150	60	100	1.740	1.500	160	320
	1981	5.010	4.060	130	20	5.950	4.800	870	1.040
	1982	6.920	5.600	100	180	4.440	2.700	1.330	790
	1983/I	940	600	80	40	1.020	730	290	100
Stati Uniti	1980	4.390	3.960	120	260	1.370		200	110
	1981	5.850	5.700	30	70	700		700	470
	1982	13.020	12.340	530	70	1.790		1.470	890
	1983/I	2.050	1.910	100	60	500		500	400
Altri paesi sviluppati ²	1980	2.260	1.220	780	170	2.620	—	2.310	1.950
	1981	3.260	2.520	230	200	3.040	320	2.370	1.920
	1982	3.860	3.050	480	270	5.740	400	4.440	3.200
	1983/I	1.440	980	370	—	2.550	—	2.380	1.840
Resto del mondo	1980	1.180	750	390	—	570	80	140	130
	1981	2.300	2.040	90	210	1.120	440	80	350
	1982	2.820	2.510	220	—	520	—	200	310
	1983/I	40	—	40	—	140	—	—	40
Istituzioni internazionali . . .	1980	2.170	1.710	—	530	6.700	900	1.340	3.230
	1981	3.180	2.000	40	1.150	5.330	1.380	1.080	870
	1982	3.280	2.490	—	150	7.460	2.150	1.530	1.010
	1983/I	990	600	—	60	1.820	400	170	120
Totale delle emissioni collocate	1980	20.510	13.650	3.460	2.570	18.930	3.090	7.530	7.850
	1981	27.180	21.550	1.380	2.310	21.580	7.580	8.170	6.040
	1982	46.450	38.680	3.250	1.830	25.200	6.030	11.320	7.550
	1983/I	12.750	9.960	1.340	670	8.120	1.280	4.370	3.490

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

effettuato una quota insolitamente alta – oltre il 40% – delle loro emissioni sul mercato obbligazionario internazionale.

Nel terzo trimestre dell'anno, la pronunciata ripresa del mercato finanziario statunitense e la temporanea riduzione del differenziale positivo dei tassi d'interesse rispetto al mercato euroobbligazionario hanno riconvogliato una notevole parte dell'attività di emissione verso gli Stati Uniti. Mentre il volume delle euroobbligazioni si è notevolmente contratto, le emissioni estere negli Stati Uniti sono aumentate fortemente e le società statunitensi hanno fatto prevalentemente ricorso al mercato interno per il loro finanziamento obbligazionario. Nel quarto trimestre dell'anno è nuovamente aumentato il premio che doveva essere pagato per le emissioni negli Stati Uniti, con la conseguenza che parte della raccolta di fondi si è nuovamente orientata verso il mercato euroobbligazionario.

Tassi d'interesse sui depositi in eurovalute e rendimenti delle obbligazioni in dollari USA e in DM sui mercati internazionali¹



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

Nel complesso, la domanda di euroobbligazioni e specialmente di obbligazioni in dollari, è stata considerevolmente inferiore nella seconda metà dell'anno, allorché sono scesi fortemente i rendimenti dei tassi d'interesse rispetto al livello del primo semestre. Ciò pare essere dovuto sia all'esaurirsi del movimento ascendente del dollaro sui mercati dei cambi, che ha ridotto le aspettative di un suo ulteriore apprezzamento, sia al più basso livello dei tassi d'interesse, che pare aver attenuato le speranze di nuovi guadagni in conto capitale. D'altra parte, il ristabilimento di una struttura normale dei rendimenti, con il forte calo dei tassi a breve, ha facilitato la ricostituzione del portafoglio obbligazionario da parte degli intermediari professionali.

Il più basso livello dei rendimenti obbligazionari nell'ultima parte del 1982 ha ovviamente agito da incentivo sui mutuatari ma, come nel caso delle società statunitensi in particolare, l'accelerazione dell'attività di emissione ha in gran parte riguardato i mercati interni. Inoltre, il forte rallentamento del credito bancario internazionale ha ridotto il fabbisogno di rifinanziamento delle banche stesse. Ciò è stato uno dei principali fattori, insieme alla tendenza calante dei tassi d'interesse, che ha condotto ad una marcata contrazione, tra la prima e la seconda metà dell'anno, nel volume delle emissioni obbligazionarie a tasso variabile.

Per il 1982 nel suo complesso, un importante fattore alla base dell'andamento assai sostenuto del mercato euroobbligazionario è stata ancora una volta la sua flessibilità assieme alla sua capacità innovativa. Le obbligazioni a cedola zero hanno

Emissioni obbligazionarie internazionali per tipo di titoli

Voci	1980	1981	anno	1982				1983 primo trimestre
				primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre	
milioni di dollari USA								
Emissioni totali	39.440	48.760	71.650	19.880	18.720	17.290	15.760	20.870
<i>di cui:</i>								
emissioni ordinarie a tasso fisso*	30.710	36.900	57.630	14.380	14.330	15.550	13.370	16.350
notes a tasso fluttuante . . .	4.820	7.450	11.390	4.130	4.070	1.360	1.830	3.140
obbligazioni convertibili . .	3.910	4.410	2.630	1.370	320	380	560	1.380

*Comprese le obbligazioni a cedola zero e i collocamenti privati.

trovato ottima accoglienza presso gli investitori nella parte iniziale dell'anno, prima che le modifiche nelle normative fiscali restringessero il mercato per questo tipo di titoli. Un'altra tecnica che ha assunto rilevanza, soprattutto nella seconda metà dell'anno, è costituita dalle operazioni di "swap dei tassi d'interesse", con le quali le banche hanno scambiato obbligazioni a tasso fisso di propria emissione contro passività a tasso fluttuante della loro clientela, ottenendo così fondi a lungo termine a tasso variabile, senza dover pagare una maggiorazione sul LIBOR. Altre tecniche diffuse sono state lo scorso anno le obbligazioni con diritto di opzione separabile, i titoli a pagamento parziale e a pagamento differito, le obbligazioni con opzione di valuta e le obbligazioni estensibili, che offrono la possibilità agli investitori di prorogare la scadenza. D'altra parte, agli inizi della primavera del 1982 l'allentamento dei vincoli amministrativi da parte della Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti ha inteso facilitare l'accesso degli emittenti esteri al mercato statunitense, riducendo il vantaggio comparato del mercato euroobbligazionario.

Per quanto riguarda la struttura per monete dell'indebitamento obbligazionario internazionale, il 1982 è stato soprattutto l'anno del dollaro. Il sostenuto andamento di questa moneta sui mercati dei cambi, l'elevato rendimento dei titoli in dollari e il premio rispetto a quelli denominati in altre monete, mantenutosi anche dopo la notevole riduzione dei differenziali dei tassi d'interesse nel settore a breve, nonché il ruolo preminente dei mutuatari statunitensi, hanno fatto sì che una quota insolitamente alta di emissioni euroobbligazionarie fosse denominata in dollari. Nel 1982 l'importo delle emissioni euroobbligazionarie in dollari è salito da \$ 21,6 a 38,7 miliardi. Le emissioni estere sul mercato statunitense, nonostante una temporanea accelerazione nel terzo trimestre, sono calate da \$ 7,6 a 6 miliardi, soprattutto a causa dei più elevati costi in termini di tasso d'interesse.

Le emissioni in marchi sui mercati delle euroobbligazioni e delle obbligazioni estere, che nel 1981 si erano situate a livelli particolarmente bassi, lo scorso anno si sono accresciute di \$ 2,8 miliardi, passando a \$ 5,4 miliardi, pur rimanendo al disotto dei livelli raggiunti verso la fine degli anni settanta. Le emissioni estere in Svizzera sono aumentate di \$ 3,2 miliardi, per un totale di \$ 11,3 miliardi. In aggiunta al tradizionale indebitamento delle istituzioni internazionali, aumentato da \$ 1,1 a 1,5 miliardi, il mercato ha registrato un'accelerazione da \$ 2,0 a 3,7 miliardi delle emissioni di mutuatari giapponesi, attratti dal livello relativamente basso dei tassi d'interesse e dal rischio di cambio presumibilmente basso.

Verso la fine del 1982 e agli inizi del 1983 la ripresa temporanea delle monete europee, oltre agli sforzi di istituzioni pubbliche di dare impulso a questo mercato, hanno favorito una forte espansione delle emissioni denominate in Unità monetarie europee (ECU), ammontate a quasi \$ 1 miliardo nel 1982. I mutuatari hanno visto in queste emissioni un utile mezzo per diversificare i rischi di cambio, e gli investitori – soprattutto in quei paesi europei dove esistono severe restrizioni valutarie, ma è consentito l'acquisto di queste obbligazioni – sono stati attratti dal peso del marco nel paniere di monete che compongono l'ECU.

Per quanto concerne le categorie di mutuatari, una caratteristica di rilievo dello scorso anno è stata l'accresciuta percezione del rischio da parte del mercato e la spiccata preferenza per i mutuatari di prim'ordine. Ciò si è riflesso in un ampliamento dei differenziali di rendimento per gruppi di mutuatari. Ne hanno tratto vantaggio soprattutto le grandi società mutuarie statunitensi, che nel 1982 hanno accresciuto il volume delle loro emissioni di \$ 8,3 miliardi per un totale di 14,8 miliardi. Oltre alle emissioni del settore privato, motivate in parte dagli sforzi di migliorare le strutture di bilancio, anche i governi e altri enti pubblici hanno fatto ricorso al mercato per esigenze di bilancio e di finanziamento esterno. Con nuove emissioni per \$ 11,4 miliardi, i soggetti canadesi hanno costituito il secondo maggiore gruppo di mutuatari; dato il più alto costo del finanziamento sul mercato statunitense nella maggior parte del 1982, diversamente dal 1981 questi fondi sono stati prevalentemente raccolti sul mercato euobbligazionario. Il terzo maggior gruppo di mutuatari è rappresentato dalle istituzioni pubbliche francesi, le cui nuove emissioni sui mercati internazionali sono ammontate complessivamente a \$ 7,9 miliardi rispetto a \$ 2,9 miliardi nel 1981. Tra gli altri mutuatari dei paesi industriali, anche le società giapponesi si sono rivolte in misura crescente ai mercati internazionali, lanciando emissioni per un totale di \$ 6,2 miliardi, di cui una parte notevole nella forma di collocamenti privati.

I problemi incontrati dai principali PVS non OPEC nei pagamenti verso l'estero hanno determinato una loro virtuale scomparsa dai mercati obbligazionari internazionali nella seconda metà dell'anno. Per l'intero 1982, la quota di nuovi fondi raccolti dai PVS non OPEC (escludendo i centri *offshore*) è ammontata a meno del 4%, rispetto al 6% del 1981; dei \$ 2,8 miliardi di nuove emissioni, quasi il 60% va ascritto al Messico. Le istituzioni internazionali per lo sviluppo hanno mantenuto appena la loro quota di mercato del 10%, incrementando il volume delle loro emissioni da \$ 5 a 7,3 miliardi. Di questo importo la maggior parte è stata raccolta come di consueto sui mercati nazionali.

Nel gennaio 1983, l'attività di emissione sul mercato obbligazionario internazionale è aumentata fortemente. Benché successivamente vi sia stato un certo rallentamento allorché pareva essersi esaurita la discesa dei tassi d'interesse sul dollaro, nell'insieme del primo trimestre, il volume delle emissioni ha raggiunto un nuovo livello record di \$ 20,9 miliardi, con un incremento di \$ 5,1 miliardi – ossia di quasi un terzo – rispetto al quarto trimestre 1982. Le maggiori incertezze circa l'evoluzione futura dei tassi d'interesse sul dollaro si sono rispecchiate in un rilancio delle emissioni a tasso fluttuante, aumentate da \$ 1,8 a 3,1 miliardi. Infine, la sostenutezza dei mercati azionari ha costituito il fattore principale dell'espansione delle emissioni di obbligazioni convertibili, salite a \$ 1,4 miliardi rispetto a \$ 0,6 miliardi nel trimestre precedente.

VII. LA SCENA MONETARIA INTERNAZIONALE

Aspetti salienti

Il presente capitolo prende in esame principalmente due argomenti, i mercati dei cambi e la liquidità internazionale, considerandone sia gli andamenti recenti sia alcuni aspetti nel più lungo periodo.

La caratteristica predominante nell'evoluzione dei tassi di cambio dalla fine del 1981 è stata l'ininterrotta sostenutezza del dollaro USA nei confronti delle altre principali monete, fatta eccezione per un breve periodo verso la fine del 1982. Malgrado un considerevole deterioramento nel saldo delle partite correnti degli Stati Uniti, tra la fine del 1981 e l'inizio di maggio del 1983 il dollaro si è apprezzato di quasi il 14% in termini effettivi, principalmente per l'influenza congiunta dei favorevoli differenziali tra i tassi d'interesse e delle preoccupazioni per le ripercussioni sul sistema bancario internazionale dei problemi connessi all'indebitamento esterno di alcuni importanti paesi mutuatari. Lo yen, nonostante fluttuazioni piuttosto ampie nei confronti del dollaro, è rimasto sostanzialmente debole durante il periodo considerato a causa di massicci deflussi netti di capitali, principalmente determinati dal livello relativamente basso dei tassi d'interesse sul mercato giapponese. La sterlina negli ultimi mesi del 1982 e agli inizi del 1983 si è deprezzata piuttosto fortemente, anche a causa della flessione dei prezzi del petrolio; successivamente, essa ha recuperato parte della perdita con lo stabilizzarsi dei prezzi del greggio, dopo il marzo 1983.

Nell'Europa continentale, dati i persistenti differenziali tra i tassi d'inflazione dei paesi del Sistema monetario europeo, la relativa debolezza del marco nei confronti del dollaro non è stata sufficiente nell'ultimo anno e mezzo ad evitare ricorrenti tensioni all'interno del meccanismo dei tassi di cambio dello SME, e tra il febbraio 1982 e il marzo 1983 vi sono stati tre ulteriori riallineamenti dei tassi centrali delle monete partecipanti. Un esame del funzionamento del meccanismo dei tassi di cambio dello SME, a partire dal marzo del 1979, fa ritenere che l'esistenza del meccanismo medesimo ha contribuito ad una maggiore — sebbene ancora insufficiente — convergenza delle politiche economiche dei paesi membri e ha protetto le relazioni di cambio tra gli stessi paesi dalla instabilità di breve periodo.

Un'analisi dei movimenti dei tassi di cambio bilaterali del dollaro nei confronti del marco, dello yen e della sterlina a partire dal 1977 indica che le fluttuazioni registrate, in termini nominali e reali, sono state esageratamente ampie. Mentre le autorità hanno forse scarse possibilità di impedire deviazioni significative dei tassi di cambio rispetto alle parità di potere d'acquisto in presenza di forti shock esterni, la situazione è diversa allorché l'incertezza sui tassi di cambio di equilibrio è causata dalle politiche stesse. Considerata la convergenza verso il basso dei tassi d'inflazione dei principali paesi industriali, un migliore coordinamento delle politiche dei tassi di cambio, che comprenda interventi concertati sui mercati dei cambi, potrebbe essere d'aiuto nel ridurre alcune delle incertezze che hanno sostanzialmente contribuito all'instabilità dei cambi negli anni recenti.

Gli sviluppi concernenti la liquidità internazionale nel corso del 1982 sono stati simili, per alcuni aspetti, a quelli dell'anno precedente, con una contrazione delle riserve globali non auree dei paesi (compresa per la prima volta dal 1978 una diminuzione delle riserve complessive dei paesi OPEC), trasferimenti di saldi in valuta dai mercati internazionali agli Stati Uniti, e un ulteriore aumento nell'indebitamento internazionale di numerosi paesi. Questi sviluppi hanno avuto luogo dopo un periodo di enorme crescita delle riserve globali nel corso degli anni settanta, accompagnata per un grande numero di paesi, particolarmente del Terzo Mondo, da un aumento ancor maggiore dell'indebitamento internazionale verso il sistema bancario. Tuttavia, dato il forte deterioramento del clima sui mercati creditizi internazionali, lo scorso anno un certo numero di paesi in via di sviluppo si è visto precludere l'accesso al nuovo credito internazionale. Di conseguenza il 1982 è stato caratterizzato da un notevole aumento del ricorso dei paesi al Fondo Monetario Internazionale, e l'ottava revisione generale delle quote del Fondo è stata compiuta prima della scadenza prevista, con un accordo comportante un aumento del 47% del totale delle quote. Pur non essendovi al momento attuale carenza di liquidità internazionale su scala mondiale, la situazione di numerosi paesi in via di sviluppo rimarrà molto tesa nel prevedibile futuro.

Gli andamenti dei tassi di cambio

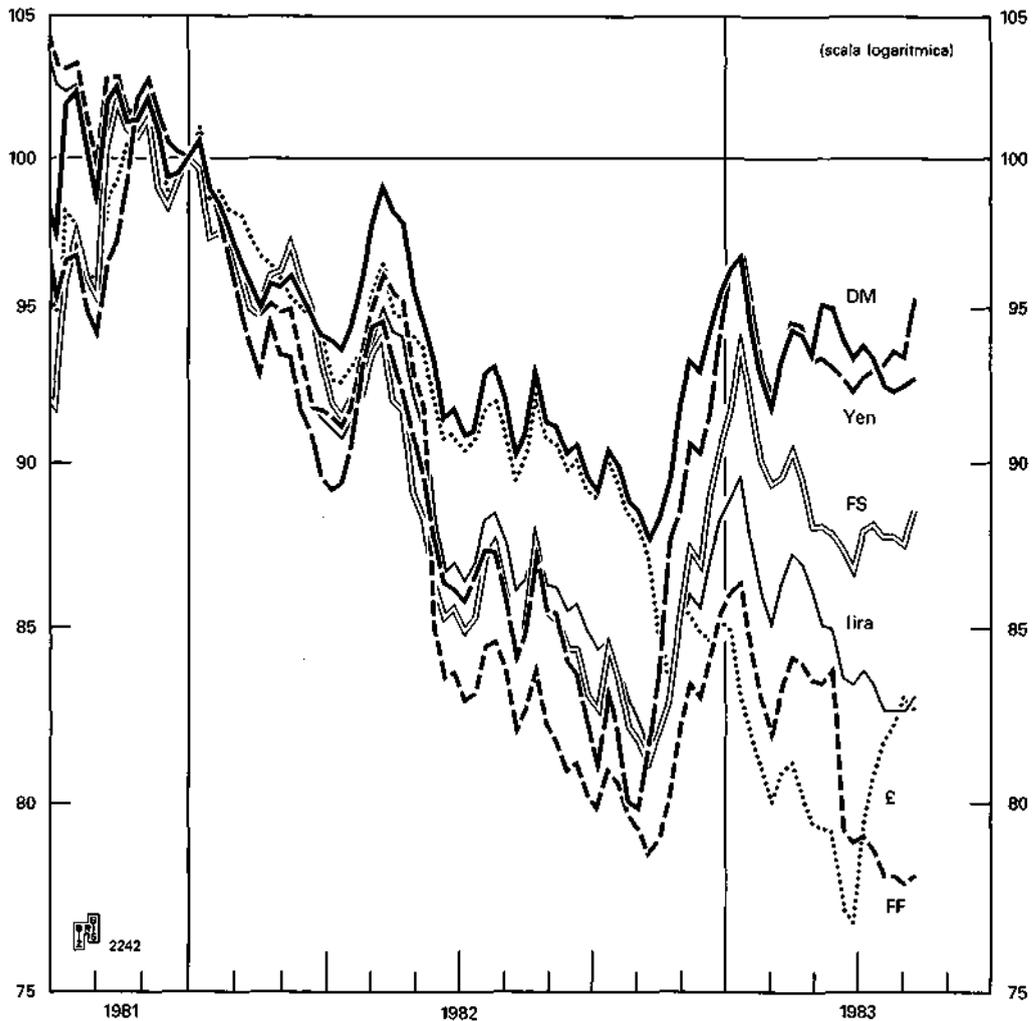
Le monete fluttuanti. Per gran parte del periodo sotto rassegna, gli sviluppi sui mercati delle principali monete sono stati caratterizzati dalla persistente sostenutezza del dollaro USA. Nonostante un marcato indebolimento nell'ultima parte del 1982, il suo apprezzamento cumulativo tra la fine del 1981 e gli inizi del maggio 1983 è stato quasi del 14% su base effettiva. La forza della moneta americana si è mantenuta nonostante un considerevole calo dei tassi d'interesse a breve sul dollaro a partire dalla metà del 1982, accompagnato da un notevole deterioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

Il dollaro, che aveva attraversato un periodo di relativa debolezza nei quattro mesi precedenti, ha iniziato a migliorare nel dicembre 1981 ed ha continuato a rafforzarsi fino alla metà di aprile 1982. In quel momento il suo tasso di cambio effettivo superava di circa il 12% il livello di fine novembre 1981. Il motivo principale di questo nuovo apprezzamento è stato il sensibile ampliamento del differenziale dei tassi d'interesse a favore del dollaro, conseguenza sia del nuovo aumento dei tassi d'interesse USA, sia di ulteriori riduzioni dei tassi in altri importanti paesi industriali. I differenziali tra il tasso sull'eurodollaro a tre mesi ed i corrispondenti tassi sul marco e sullo yen, rispettivamente pari ad 1,5 e a 4,5 punti percentuali nel novembre del 1981, erano saliti a 6,25 e 8,75 punti percentuali a metà aprile 1982. Per effetto di ampi deflussi di capitali, lo yen è stato particolarmente debole in questo periodo, ed in aprile il suo tasso di cambio rispetto al dollaro era sceso del 14% al disotto del livello di fine novembre 1981. Il deprezzamento delle altre principali monete è stato un po' più contenuto: in corrispondenza dei minimi registrati nell'aprile del 1982, il marco, la sterlina ed il franco svizzero si erano deprezzati rispettivamente del 9,2%, del 10,9% e dell'11% nei confronti del dollaro.

La tendenza al rialzo del dollaro si è brevemente interrotta nella primavera, per effetto di una flessione dei tassi d'interesse USA e delle aspettative di

Andamenti dei tassi di cambio bilaterali rispetto al dollaro USA delle monete di alcuni paesi industriali, 1981-83

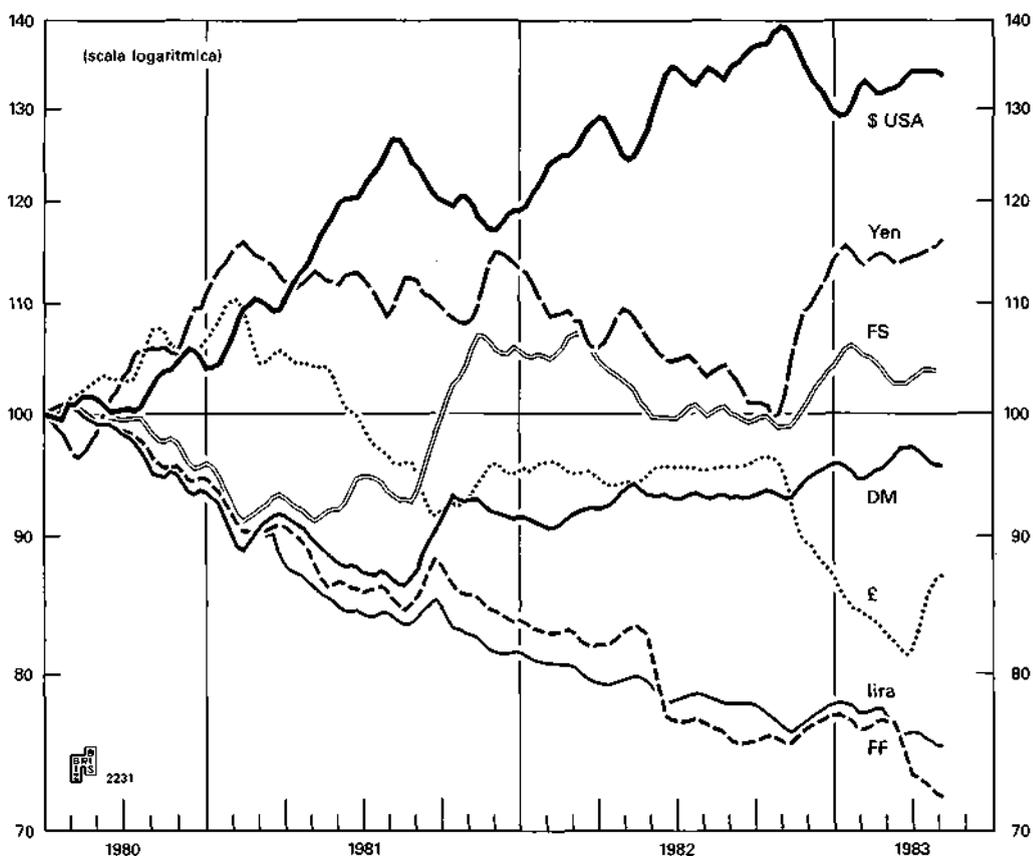
Medie settimanali: indici, fine 1981 = 100



provvedimenti ufficiali per ridurre il disavanzo del bilancio federale. Anche se numerosi paesi europei hanno approfittato di questo mutamento del clima di mercato per allentare ulteriormente la politica monetaria, tra metà aprile e metà maggio il dollaro si è deprezzato di quasi il 5% in termini effettivi. La discesa dei tassi d'interesse americani a breve termine si è arrestata in maggio ed è stata seguita da un leggero recupero nel mese di giugno. Il dollaro ha iniziato rapidamente a riguadagnare terreno e, nonostante un nuovo sensibile restringimento dei differenziali tra i tassi a breve in suo favore (tra fine giugno e metà agosto i tassi d'interesse a breve sul dollaro sono scesi di oltre 6,5 punti percentuali) ha continuato ad apprezzarsi fino all'inizio di novembre. A questo punto, il suo tasso di cambio effettivo superava del 14% quello di metà maggio e di quasi il 50% il minimo toccato nell'ottobre 1978. Tale fortissimo apprezzamento non rifletteva certo il cambiamento di fattori fondamentali - nel secondo semestre del 1982 le partite correnti degli Stati Uniti accusavano un forte saldo negativo dopo due anni e mezzo di avanzo - cosicché nel novembre del 1982, il dollaro si situava ad un

livello precariamente elevato. Tra i fattori che hanno contribuito alla forza del dollaro vi erano il rapido calo del tasso d'inflazione negli Stati Uniti e la percezione che, dopo la forte flessione in luglio e agosto il margine di manovra per ulteriori riduzioni dei tassi d'interesse sul dollaro si era ristretto, anche per la prospettiva di un ulteriore ampliamento dei disavanzi del bilancio federale. Inoltre, la domanda di dollari è stata stimolata dai timori circa la stabilità del sistema finanziario internazionale, a seguito dei gravi problemi di finanziamento esterno del Messico e di alcuni altri paesi in via di sviluppo.

Andamento dei tassi di cambio effettivi delle monete di alcuni paesi industriali, 1980-83
Medie trisettimanali: indici, fine giugno 1980 = 100.



Tra le altre principali monete, lo yen giapponese ha mostrato la maggiore debolezza e la più elevata variabilità. Da metà maggio agli inizi di luglio il tasso di cambio dello yen rispetto al dollaro è sceso dell'11% circa, passando da yen 232 a quasi yen 260. Dopo un miglioramento di breve durata la moneta giapponese ha ripreso a deprezzarsi, raggiungendo a metà agosto un minimo relativo di yen 265. In seguito essa si è apprezzata del 5,5% in otto giorni, per poi ridiscendere agli inizi di novembre a yen 278,10, la quotazione più bassa dal maggio 1977 e inferiore quasi del 17% al livello di metà maggio 1982. Questa notevole debolezza, in un periodo in cui in Giappone l'inflazione era più bassa che altrove e il saldo delle partite correnti si manteneva in avanzo, ha rispecchiato massicci deflussi netti di capitali a lungo termine, dovuti principalmente al basso livello dei tassi d'interesse interni.

Dopo lo yen, la moneta che ha mostrato la maggiore debolezza nel corso di questo periodo è stata il franco svizzero. In presenza di un tasso d'inflazione interno relativamente alto rispetto ai parametri svizzeri, e di tassi d'interesse al livello più basso tra i paesi industriali, il franco si è indebolito del 15,2% nei confronti del dollaro, tra gli inizi di maggio e la seconda settimana di novembre. Inoltre, il suo tasso di cambio rispetto al marco, che era sceso a FS 0,837 verso la fine di aprile, dopo aver raggiunto FS 0,785 a metà marzo, ha mostrato un'ulteriore flessione, raggiungendo FS 0,863 nella prima settimana di novembre. Il marco tedesco in questo periodo ha subito un indebolimento del 12,2% rispetto al dollaro, ma si è apprezzato nei confronti di altre monete, in particolare di quelle appartenenti allo SME, e pertanto il suo tasso di cambio effettivo si è mantenuto assai stabile. Il tasso di cambio del marco rispetto al dollaro non è stato influenzato soltanto dai differenziali tra i tassi d'interesse, ma anche da incertezze di politica interna e dalle crescenti tensioni sul mercato internazionale del credito. Nei confronti delle altre monete, il marco ha beneficiato di un ulteriore miglioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti e del fatto che il tasso d'inflazione interno si è mantenuto comparativamente basso.

La sterlina è stata la moneta che ha risentito meno della forza del dollaro tra metà maggio e metà novembre del 1982. La sua quotazione nei confronti del dollaro ha registrato una flessione del 10% circa, ma il suo tasso di cambio effettivo si è mantenuto stabile. La sterlina è stata sostenuta dal persistente avanzo nelle partite correnti del Regno Unito, dalla fiducia del mercato nelle politiche antinflazionistiche del Governo — che avevano ricondotto l'inflazione a livelli di una sola cifra — e dal temporaneo consolidamento dei prezzi del petrolio in seguito agli sviluppi nel Medio Oriente.

Verso la fine del 1982, tuttavia, il clima del mercato nei confronti del dollaro è temporaneamente mutato, e, nei due mesi dagli inizi del novembre 1982 agli inizi del gennaio 1983 il suo tasso di cambio effettivo è peggiorato di quasi il 9%. Un insieme di fattori ha contribuito a determinare quest'andamento. In primo luogo vi sono state indicazioni di un forte peggioramento nelle partite correnti degli Stati Uniti, accompagnato da proiezioni ufficiali di un deficit assai elevato per il 1983. In secondo luogo, le successive riduzioni del tasso ufficiale di sconto, unitamente ad una crescita alquanto rapida degli aggregati monetari, sono state interpretate dal mercato come un segno di allentamento della politica monetaria americana. In terzo luogo, i timori concernenti il sistema finanziario internazionale si sono attenuati con l'attuazione di varie misure per far fronte ai problemi di indebitamento esterno.

Nel corso di questi due mesi le altre principali monete si sono apprezzate nei confronti del dollaro in misura assai diversa. Il più ampio apprezzamento, pari al 22%, è stato registrato dallo yen. Il restringimento del differenziale tra i tassi d'interesse sul dollaro e sullo yen, associato alla percezione da parte del mercato che la moneta giapponese era scesa a un livello irrealisticamente basso, hanno determinato una rapida inversione dei precedenti deflussi di capitali dal Giappone. Nello stesso periodo il marco tedesco ed il franco svizzero si sono apprezzati rispettivamente dell'11,3% e del 16,3% e le autorità tedesche e svizzere si sono avvalse della maggior forza della propria moneta per allentare ulteriormente le condizioni monetarie interne.

La sterlina, si è per contro indebolita nei confronti del dollaro e quindi tanto più rispetto alle altre principali monete. I più importanti fattori alla base di questa debolezza sono stati la prospettiva di una riduzione dei prezzi del petrolio e i crescenti timori circa il livello da essa raggiunto in precedenza. Agli inizi del gennaio 1983 la sterlina era scesa del 3,5% al disotto del livello raggiunto nei confronti del dollaro nella prima parte del novembre 1982, e si era deprezzata del 9,5% su base effettiva.

Nei primi mesi del 1983, gli andamenti dei tassi di cambio sono stati nel complesso caratterizzati da una rinnovata sostenutezza del dollaro. Con il venir meno delle speranze di un'ulteriore flessione dei tassi d'interesse americani in presenza della perdurante rapida crescita degli aggregati monetari USA, tra gli inizi di gennaio e gli inizi di febbraio, gran parte delle principali monete si è deprezzata del 6% circa nei confronti del dollaro. Successivamente, le aspettative di un riallineamento dei tassi centrali nello SME hanno determinato un rafforzamento del marco. Anche se questo movimento ha segnato una parziale inversione dopo il riallineamento, il marco ha recuperato parte del terreno con l'attenuarsi del riflusso dei capitali speculativi, e a metà maggio esso era quotato DM 2,46, con un calo di circa il 5% rispetto agli inizi di gennaio. Nell'arco di due sole settimane lo yen ha registrato una flessione del 5,75% rispetto al livello massimo dei primi di gennaio. Dopo non aver mostrato alcuna tendenza definita nel corso dei tre mesi successivi, agli inizi di maggio la moneta giapponese si è ripresa nei confronti del dollaro. La sterlina ha continuato a indebolirsi e verso la fine di marzo, allorché essa fu sottoposta a pressioni in connessione alla riduzione dei prezzi ufficiali del petrolio da parte dell'OPEC, era quotata a circa \$ 1,46, con una flessione del 10,5% rispetto al livello di inizio gennaio. Tuttavia, con l'attenuarsi delle aspettative di ulteriori cali dei prezzi del petrolio, la sterlina ha segnato una netta ripresa raggiungendo a metà maggio la quotazione di \$ 1,56. Di riflesso a questi andamenti ed ai riallineamenti all'interno dello SME, dagli inizi di gennaio alla metà di maggio l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo del dollaro è stato pari al 5%.

Oltre ai principali movimenti dei tassi sopra descritti, nel periodo considerato i mercati dei cambi hanno nuovamente presentato un alto grado di variabilità giornaliera. Ciò vale particolarmente per il cambio a pronti yen-dollaro, la cui

Variabilità giornaliera di alcuni tassi di cambio a pronti del dollaro*

Anni o trimestri	Marco tedesco	Yen	Sterlina
1973-79 media	0,40 (0,36)	0,29 (0,25)	0,30 (0,27)
1980	0,47 (0,42)	0,52 (0,45)	0,37 (0,35)
1981	0,73 (0,67)	0,55 (0,52)	0,65 (0,57)
1982	0,55 (0,53)	0,64 (0,61)	0,46 (0,40)
1982 I trimestre	0,51 (0,40)	0,65 (0,45)	0,45 (0,33)
II trimestre	0,57 (0,54)	0,61 (0,56)	0,44 (0,40)
III trimestre	0,63 (0,59)	0,61 (0,53)	0,52 (0,47)
IV trimestre	0,49 (0,39)	0,68 (0,46)	0,45 (0,38)
1983 I trimestre	0,62 (0,59)	0,62 (0,59)	0,46 (0,32)

* La variabilità è misurata dalla media in valore assoluto delle variazioni percentuali giornaliere. I valori tra parentesi sono depurati dalla componente di trend nel rispettivo periodo e indicano pertanto l'entità delle variazioni "in eccesso".

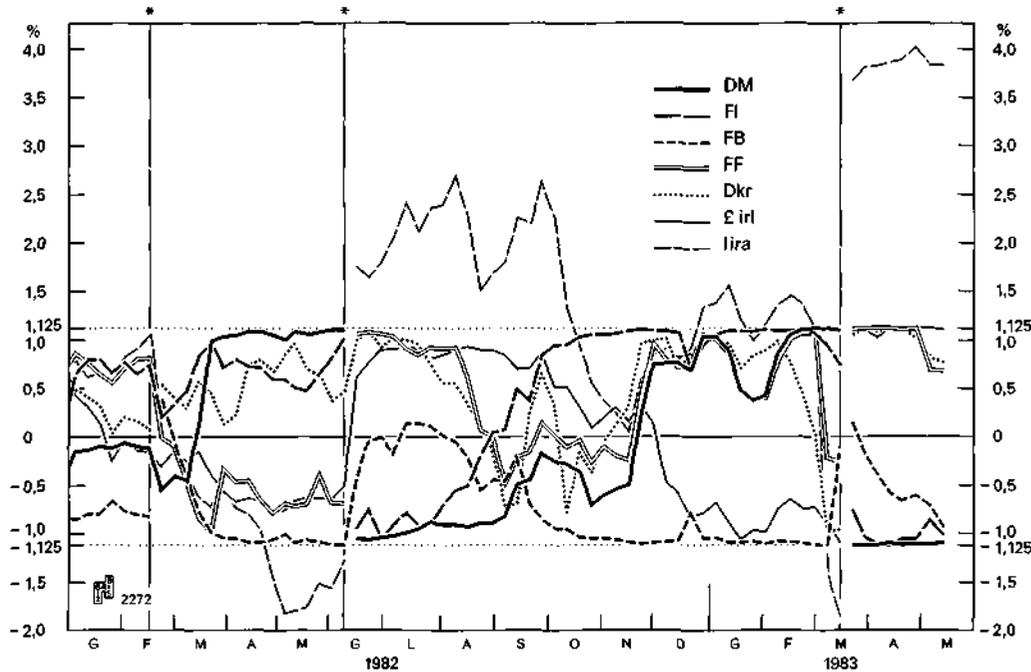
variazione media giornaliera, superiore allo 0,6%, nel 1982 è stata più elevata che in qualsiasi altro anno dal passaggio al regime di cambi fluttuanti. Nel caso del marco tedesco e della sterlina, la variabilità dei cambi a pronti rispetto al dollaro, nello scorso anno, è stata notevolmente più contenuta che nel 1981, pur rimanendo sensibilmente superiore alla media del periodo 1973-79.

Andamenti dei tassi di cambio nel quadro dello SME. Nel periodo sotto rassegna si sono avute ricorrenti tensioni nel meccanismo dei tassi di cambio del Sistema monetario europeo, di riflesso al perdurare delle divergenze nella situazione economica dei paesi membri. Di conseguenza, dall'inizio del 1982, vi sono stati tre ulteriori riallineamenti dei tassi di cambio. 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 partecipanti; con decorrenza dal 14 giugno 1982 il marco tedesco ed il fiorino olandese sono stati rivalutati del 4,25%, mentre il franco francese e la lira sono stati svalutati rispettivamente del 5,75% e del 2,75% nei confronti di tutte le altre monete partecipanti; con decorrenza dal 21 marzo 1983 il marco tedesco, il fiorino olandese, la corona danese ed il franco belga sono stati rivalutati rispettivamente del 5,5%, del 3,5%, del 2,5% e dell'1,5%, mentre il franco francese e la lira sono stati svalutati del 2,5%, e la sterlina irlandese del 3,5%.

Agli inizi del 1982, il franco belga costituiva la moneta più debole del Sistema. Ciò nondimeno, la sua svalutazione a febbraio non è stata conseguenza di immediate pressioni del mercato, ma ha costituito parte di una manovra di stabilizzazione economica di più lungo periodo; la svalutazione della corona danese, che prima del riallineamento si trovava al centro della fascia, è stata una mossa di natura precauzionale. Tuttavia, dopo una temporanea ripresa, alla metà di marzo il franco belga era nuovamente disceso al suo limite inferiore, dove è rimasto per gran parte del tempo fino al riallineamento di giugno. Il marco tedesco ed il fiorino olandese sono ritornati ad essere le monete più forti, ed il primo ha ripetutamente toccato il proprio limite superiore di intervento. Il franco francese è caduto al proprio limite inferiore alla metà di marzo; in seguito si è parzialmente ripreso con il sostegno di un ulteriore aumento dei tassi d'interesse interni e di un inasprimento del controllo dei cambi, ma è tornato nuovamente sotto pressione all'inizio di giugno e non è ridisceso al proprio limite inferiore soltanto grazie a massicci interventi ufficiali.

Subito dopo il riallineamento di giugno il marco tedesco ed il fiorino olandese erano sospinti al limite inferiore della loro fascia di fluttuazione, mentre il franco francese si situava al limite superiore ed il franco belga si portava in prossimità del centro della fascia. Questa situazione, tuttavia, non è durata molto a lungo. Nella seconda metà di agosto sia il franco francese sia il franco belga hanno iniziato a perdere terreno allorché il marco tedesco si è rafforzato temporaneamente nei confronti del dollaro. Le riduzioni del tasso ufficiale di sconto in Germania e nei Paesi Bassi hanno portato un sollievo soltanto transitorio e, nella seconda metà di settembre, il franco belga è divenuto ancora una volta la moneta più debole nel Sistema, rimanendo in seguito vicino al suo limite inferiore di intervento. La rinnovata debolezza del franco francese non si è rispecchiata pienamente nelle sue quotazioni di mercato, giacché esso è stato mantenuto intorno al centro della fascia, con massicci interventi intramarginali.

Tassi di cambio a pronti nel meccanismo dei tassi di cambio dello SME, 1982-83
 Medie settimanali delle monete dei paesi partecipanti rispetto al loro limite di intervento: in percentuale



* Riallineamenti dei tassi centrali con decorrenza dal 22 febbraio 1982, dal 14 giugno 1982 e dal 21 marzo 1983.

Le tensioni all'interno dello SME si sono notevolmente accentuate con l'indebolirsi del dollaro verso la fine del 1982. Il rafforzamento del marco in termini di dollari è stato accompagnato da una rapida ascesa della moneta tedesca all'interno della fascia, e a dicembre, quando sono sorte le prime voci di un ulteriore riallineamento, il marco ha raggiunto il fiorino al margine superiore della fascia. Le tensioni si sono alquanto allentate dopo la fine dell'anno, allorché il dollaro si è nuovamente rafforzato ed i tassi d'interesse in Germania e in Olanda sono stati ulteriormente ridotti. A metà febbraio, tuttavia, il marco tedesco era nuovamente tornato al suo limite superiore e, dopo le elezioni tedesche e francesi agli inizi di marzo, è emersa con chiarezza l'ineluttabilità di un nuovo riallineamento. Il franco francese, che dal dicembre del 1982 si era mosso in parallelo col marco tedesco grazie a ingenti interventi ufficiali, è stato lasciato discendere al suo limite inferiore; anche le altre monete per le quali appariva probabile una svalutazione - franco belga, la corona danese e la sterlina irlandese - si sono venute a trovare sotto pressione, nonostante una nuova riduzione del tasso di sconto in Germania e in Olanda.

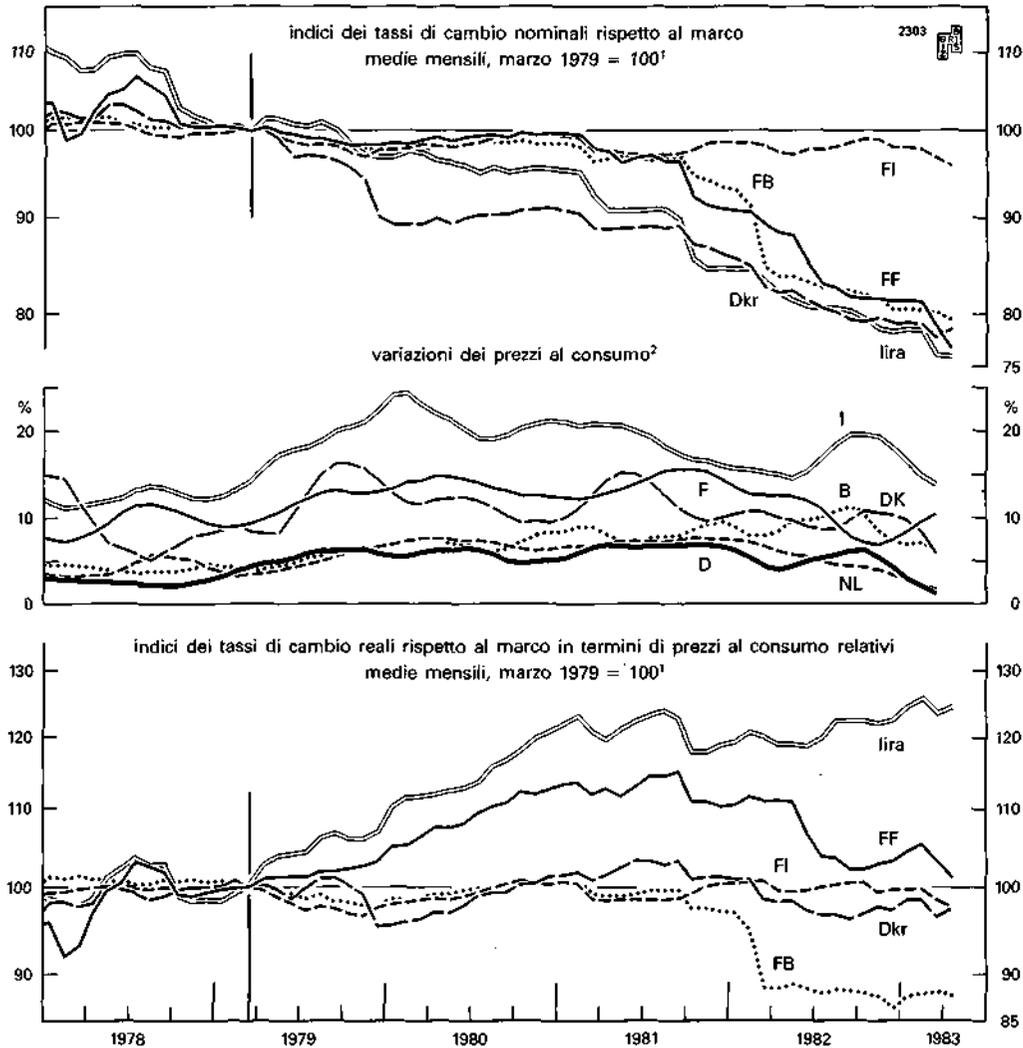
Le trattative che hanno condotto al riallineamento di marzo sono state lunghe e difficili e, per la prima volta dalla creazione del Sistema, il 21 marzo sono state sospese per un giorno le transazioni sui mercati ufficiali dei cambi dei paesi appartenenti allo SME. Immediatamente dopo il riallineamento, la situazione all'interno del Sistema è mutata radicalmente e i precedenti movimenti speculativi di fondi hanno subito un'inversione di flusso. Nel caso della Germania, ad esempio,

L'afflusso speculativo di fondi, ammontato a circa DM 12 miliardi tra la metà di febbraio e la fine della terza settimana di marzo, è stato seguito da un deflusso che prima della fine del mese ammontava a circa DM 7 miliardi. Il marco tedesco, subito dopo il riallineamento, è disceso al margine inferiore della nuova fascia di oscillazione, dove è stato raggiunto successivamente dal fiorino olandese. Per contro, il franco francese, la corona danese e la sterlina irlandese si sono collocati al punto di intervento superiore, o in prossimità di esso, e la lira si è portata nella metà superiore della sua fascia di oscillazione allargata. Tuttavia, agli inizi di maggio, quando l'inversione dei flussi di fondi speculativi è andata scemando, il franco francese e la corona danese hanno iniziato ad allontanarsi dal margine superiore della fascia.

Il riallineamento del marzo 1983 è stato il settimo nei quattro anni di esistenza del Sistema monetario europeo. Ciò significa che alla fine di aprile del 1983 la lira, il franco francese, il franco belga e la corona danese venivano quotati ad un livello inferiore di oltre il 20% - e la sterlina irlandese di circa il 16,5% - ai rispettivi tassi centrali nei confronti del marco stabiliti al momento dell'istituzione del Sistema nel marzo 1979. Come si può vedere nella parte superiore del grafico che segue, le variazioni nei tassi di cambio nominali all'interno del Sistema si sono prodotte principalmente nel periodo di circa un anno e mezzo tra l'ottobre 1981 e il marzo 1983. Una delle ragioni di ciò è stata la netta debolezza del marco nei confronti del dollaro durante la maggior parte dei primi due anni e mezzo di funzionamento del Sistema. Questa debolezza ha efficacemente attutito l'effetto che l'inflazione tedesca, relativamente bassa, avrebbe altrimenti avuto sulla struttura dei tassi di cambio nominali all'interno dello SME. Tra l'agosto 1981 e il marzo 1983, per contro, il marco tedesco si è nel complesso leggermente apprezzato nei confronti del dollaro, e nell'ultima parte del 1981 la bilancia delle partite correnti tedesca è tornata in posizione eccedentaria. In tale contesto la rinnovata debolezza del marco nei confronti del dollaro, intervenuta dopo il novembre 1981, non è stata più sufficiente a frenare l'ascesa della moneta tedesca nell'ambito dello SME, dato il persistere di andamenti divergenti, tra la Germania e alcuni altri paesi aderenti al Sistema, relativamente alla situazione economica generale e alle politiche economiche.

La frequenza e dimensione dei riallineamenti nel meccanismo dei tassi di cambio dello SME dall'ottobre 1981 sono quindi parzialmente attribuibili anche alla relativa stabilità dei rapporti nominali di cambio tra i paesi membri negli anni precedenti. Questa stabilità era stata accompagnata da variazioni nelle relazioni tra i tassi di cambio reali, cosicché in generale le monete dei paesi con un tasso d'inflazione interno più elevato si trovavano ad essere sopravvalutate. Tali variazioni nelle relazioni tra tassi di cambio reali non sono necessariamente incompatibili con una relativa stabilità dei tassi di cambio nominali, a condizione che esse siano soltanto temporanee e che esercitino - attraverso il loro impatto sulla competitività e sulle posizioni di bilancia dei pagamenti - un effetto di "disciplina" sulle politiche dei paesi con tassi d'inflazione più elevati. Se, tuttavia, questa influenza non è sufficiente, i riallineamenti dei tassi centrali divengono inevitabili. Inoltre, il necessario aggiustamento cumulativo dei tassi di cambio nominali è tanto maggiore quanto più a lungo persiste la divergenza tra i tassi d'inflazione, con una conseguente progressiva erosione della fiducia del mercato nella stabilità del Sistema. Per avere successo, i riallineamenti dello SME devono essere sostenuti da adeguate

Evoluzione dei tassi di cambio nominali e reali delle altre monete dello SME rispetto al marco tedesco e variazioni dei prezzi al consumo nei paesi membri, 1978-1983



¹Scala semi-logaritmica. ²Variazioni percentuali su sei mesi, rapportate all'anno, delle medie mobili di tre mesi; dati destagionalizzati.

manovre di aggiustamento interno nei paesi che svalutano, e l'onere reale di tali aggiustamenti è destinato ad essere tanto maggiore quanto più a lungo essi vengono differiti.

Mentre il meccanismo dei tassi di cambio del Sistema monetario europeo ha avuto un successo soltanto limitato nel promuovere una convergenza verso il basso dell'inflazione dei paesi membri, esso ha protetto i tassi di cambio delle monete partecipanti da una instabilità nel breve periodo come quella che ha caratterizzato i tassi di cambio rispetto al dollaro. Ad esempio, nei quattro anni intercorsi tra l'avvio del Sistema ed il marzo 1983, la variazione media giornaliera del cambio del marco rispetto al franco francese è stata pari allo 0,16%, contro una corrispondente variazione dello 0,53% rispetto sia al dollaro USA sia allo yen.

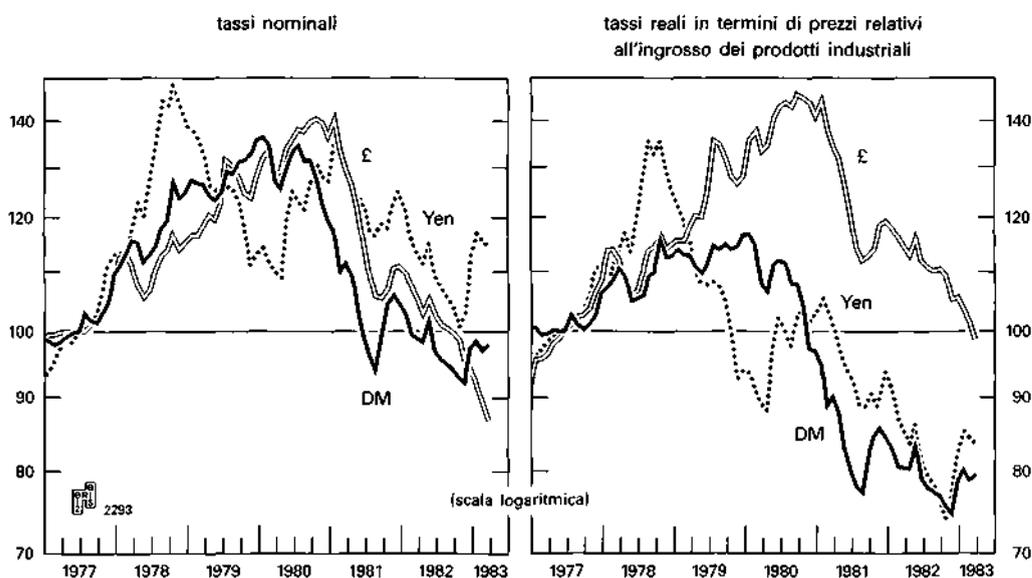
In conclusione si può affermare che l'esistenza del meccanismo dei tassi di cambio dello SME ha contribuito a una maggiore (seppure ancora insufficiente) convergenza delle politiche economiche, e ad una minore variabilità dei tassi di cambio tra i paesi membri. Anche se è difficile quantificare questi benefici macro- e microeconomici dello SME e compararli con i costi connessi al mantenimento in vita del Sistema, gli eventuali progressi verso una maggiore convergenza delle situazioni economiche, comporteranno comunque un miglioramento del bilancio tra costi e benefici. Resta da vedere se le recenti correzioni negli orientamenti di politica economica in taluni paesi membri riusciranno a conseguire questo risultato.

Le fluttuazioni dei tassi di cambio: un esame degli andamenti sul mercato dei cambi del dollaro nel periodo 1977-1983

Il marzo del 1983 segna il compimento di un decennio di fluttuazione delle principali monete. In termini generali, gli sviluppi sui mercati dei cambi in questo decennio possono essere suddivisi in tre fasi. La prima fase, durata all'incirca due anni e mezzo, è stata caratterizzata da una considerevole perturbazione dei mercati. Vi ha fatto seguito, nel 1976 e in parte del 1977, una fase di calma relativa, illustrata ad esempio dal fatto che mentre nel 1973 il cambio a pronti marco-dollaro aveva segnato per ben quarantuno volte fluttuazioni giornaliere superiori all'1%, nel 1976 ciò è avvenuto in una sola occasione. Tuttavia, nel secondo semestre del 1977, è iniziata la terza fase nella quale l'ampiezza e la frequenza delle fluttuazioni dei tassi di cambio è stata ancora più pronunciata che nella prima fase, seguita al marzo 1973. Quali sono state le principali caratteristiche di questa recrudescenza dell'instabilità dei tassi di cambio a partire dal 1977, a quali fattori essa può essere principalmente attribuita, e quali insegnamenti se ne possono trarre per il futuro?

Variazioni dei tassi di cambio nominali e reali del marco tedesco, dello yen e della sterlina rispetto al dollaro USA, 1977-1983

Medie mensili; indici: giugno 1977 = 100



Come negli anni precedenti, l'instabilità dei tassi di cambio dal 1977 in poi si è imperniata sui rapporti tra il dollaro USA e le altre principali monete. Ponendo il livello a metà 1977 uguale a 100, nei successivi due anni e mezzo il marco tedesco è salito nei confronti del dollaro sino al livello di 137 punti; in seguito, tra gli inizi del 1980 e l'estate del 1981, esso è disceso fino a quota 94, e da allora ha fluttuato intorno al livello di metà 1977. Nel caso dello yen l'instabilità è stata ancora più pronunciata. Sempre ponendo come base la metà del 1977, la quotazione dello yen in dollari è balzata da 93 a quasi 150 punti tra l'inizio del 1977 e l'ottobre del 1978; in seguito, nella primavera del 1980, è disceso al disotto di 110 punti; agli inizi del 1981 si è apprezzato sino a quasi 135 punti e nell'autunno del 1982 è ricaduto vicino alla quotazione di metà 1977. Fino all'ultima parte del 1982 l'andamento della sterlina è stato alquanto simile a quello del marco. Tuttavia, mentre tra il dicembre 1982 e i primi di gennaio 1983 il marco e lo yen hanno segnato una breve ripresa nei confronti del dollaro, la sterlina ha continuato ad indebolirsi.

Queste fluttuazioni dei tassi di cambio nominali non sono state sistematicamente in relazione con i differenziali d'inflazione, cosicché l'ampiezza dei movimenti dei tassi di cambio reali in alcuni casi è risultata pari o addirittura superiore a quella dei cambi nominali. Rettificati sulla base dei differenziali bilaterali tra i tassi d'inflazione in termini di prezzi all'ingrosso dei prodotti industriali, i tassi di cambio "reali" del marco e dello yen rispetto al dollaro nell'ultima parte del 1982 erano scesi al disotto del 75% del livello di metà 1977. Rispetto al massimo dell'ottobre del 1978, il tasso di cambio reale dello yen nei confronti del dollaro verso la fine del 1982 era disceso del 45%, il che equivaleva ad un apprezzamento reale dell'82% del dollaro rispetto allo yen. Vi sono state inoltre forti variazioni nella relazione tra i tassi di cambio reali delle monete diverse dal dollaro.

Quali fattori hanno determinato variazioni tanto ampie nei tassi di cambio nominali e reali? Ai fini dell'analisi, il periodo che va dalla metà del 1977 sin verso la fine del 1982 può essere a sua volta suddiviso in tre fasi principali: la prima, durata sino all'autunno del 1978, ha segnato una notevole debolezza del dollaro; la seconda, durata dalla fine del 1978 all'autunno del 1980, è stata caratterizzata da un andamento alterno della moneta americana; la terza fase, infine, corrisponde a due anni di spiccata forza del dollaro.

Una delle cause della debolezza del dollaro nel periodo 1977-78 è costituita da un brusco deterioramento, largamente di natura ciclica, del saldo delle partite correnti USA. Nel 1977 l'economia americana si trovava nel terzo anno di vigoroso rilancio economico dopo la recessione del 1974, mentre nella gran parte degli altri paesi industriali la ripresa stava esaurendosi. La rapida espansione delle importazioni americane e la comparsa di un disavanzo nelle partite correnti USA furono dapprima accolti favorevolmente in quanto stimoli per l'economia mondiale. Tuttavia, date le previsioni di un deficit nelle partite correnti di \$ 20 miliardi nel 1977, e di un suo probabile peggioramento nel 1978, il dollaro si indeboliva decisamente. Ciò era accentuato da ampi deflussi di capitali, e il movimento discendente mostrava progressivamente una tendenza ad autoalimentarsi. Il suo effetto sui prezzi interni USA ha accentuato il differenziale inflazionistico nei confronti degli altri paesi e questo fatto, insieme ai deflussi di capitale dagli Stati Uniti, percepiti dal mercato come un'indicazione di una politica monetaria troppo permissiva, contribuì a rinfocolare i timori di una nuova impennata dell'inflazione americana. Non avendo

quindi una visione determinata e stabile circa il livello di equilibrio di piú lungo periodo del dollaro, gli operatori economici non erano disposti ad assumere posizioni in suo favore, cosicché non vi fu nessun stabilizzatore automatico in grado di arrestare la flessione della moneta americana.

Le autorità degli altri paesi principalmente interessati avevano tentato fin quasi dall'inizio di attenuare la caduta del dollaro. Le misure adottate — fra cui interventi sul mercato dei cambi, l'ampliamento dei differenziali tra i tassi d'interesse in favore del dollaro e controlli diretti sui flussi di capitali — conseguirono qualche successo temporaneo, ma non riuscirono ad invertire la tendenza di fondo. Al contrario, nell'autunno del 1978, nonostante alcuni segni di un miglioramento delle partite correnti USA e di un inasprimento della politica monetaria americana, l'orientamento del mercato nei confronti del dollaro segnò un ulteriore peggioramento.

Il 1° novembre le autorità monetarie statunitensi annunciarono una nuova strategia di intervento energico e coordinato sul mercato dei cambi, sostenuto da linee di credito in marchi, franchi svizzeri e yen per un totale di \$ 30 miliardi. Al tempo stesso, venne innalzato di un intero punto percentuale il tasso ufficiale di sconto USA e furono aumentati gli obblighi di riserva delle banche. Anche questa svolta verso una piú attiva politica dei cambi da parte delle autorità USA, in un momento in cui il dollaro era chiaramente sottovalutato, non riuscì a produrre risultati in tempi brevi. Dopo un netto miglioramento iniziale del dollaro, occorsero due mesi di ulteriori massicce operazioni di sostegno per mutare gli orientamenti del mercato.

Il dollaro si riprese piú rapidamente e piú fortemente nei confronti dello yen, che risentiva negativamente dei nuovi rincari del petrolio e del ricordo delle difficoltà in termini di bilancia dei pagamenti e di inflazione avutesi in Giappone dopo la prima crisi perolifera. La conseguente caduta dello yen fu ancor piú marcata del precedente apprezzamento: nonostante massicci interventi e diverse misure di politica economica volte a influenzare i flussi dei capitali, ad un dato momento, nella primavera del 1980, il tasso di cambio reale yen-dollaro era sceso del 35% rispetto al massimo dell'autunno 1978 e del 12% rispetto al livello di metà 1977.

La ripresa del dollaro nei confronti del marco e del franco svizzero fu assai piú contenuta e di breve durata. Verso la metà del 1979, quando il differenziale nei tassi d'interesse a favore del dollaro iniziò a restringersi, la moneta americana ricevette nuovamente un notevole sostegno ufficiale sul mercato dei cambi. In questa seconda fase la moneta piú forte fu la sterlina, che trasse beneficio dall'aumento dei prezzi del petrolio e dalla crescita dei tassi d'interesse interni. Malgrado una brusca accelerazione nell'inflazione inglese, l'annuncio da parte del nuovo Governo, alla metà del 1980, di un insieme di provvedimenti restrittivi fiscali e monetari spinse il cambio della sterlina nei confronti del dollaro verso un nuovo massimo nel mese di settembre dello stesso anno. Per una sorta di effetto collaterale di questi sviluppi, nel 1979 e all'inizio del 1980, il marco, il franco svizzero e la sterlina registrarono un notevole apprezzamento nei confronti dello yen, il che avrebbe avuto in seguito ripercussioni indesiderate sulle posizioni concorrenziali relative internazionali.

Agli inizi dell'ottobre 1979 la Federal Reserve, parzialmente in reazione a pressioni esterne, annunciava un cambiamento di grande portata nella gestione della politica monetaria, che le attribuiva un controllo assai piú serrato sull'evoluzione degli aggregati monetari interni. Questo cambiamento, che si tradusse in un brusco

aumento del livello medio e della variabilità dei tassi d'interesse USA, sfociò in una nuova fase di instabilità sul mercato dei cambi. Un aumento senza precedenti dei tassi d'interesse americani causò tra i primi di gennaio e gli inizi del marzo 1980 un nettissimo rafforzamento del dollaro, che tuttavia perse nuovamente terreno nella primavera, allorché i tassi d'interesse USA registrarono una delle più forti cadute mai registrate.

Nella seconda metà del 1980 un nuovo brusco aumento dei tassi d'interesse americani segnò l'avvio della terza fase, caratterizzata da una ripresa più duratura del dollaro. A quel tempo gli effetti del precedente deprezzamento del dollaro, uniti alla debolezza congiunturale dell'economia americana, avevano prodotto un ragguardevole avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, mentre nel 1979 le bilance dei pagamenti correnti della Germania e del Giappone erano passate da una posizione eccedentaria a un saldo negativo. Inoltre, taluni sviluppi politici internazionali del momento resero più attrattivi gli Stati Uniti come paese-rifugio per impieghi a lungo termine. Il fattore decisivo, tuttavia, fu costituito dall'elevato livello dei tassi d'interesse sul dollaro, sia attraverso il conseguente differenziale tra i tassi d'interesse a favore della moneta statunitense, sia attraverso il segnale che esso fornì al mercato sulla determinazione delle autorità USA di lottare contro l'inflazione. I forti interventi ufficiali da parte di altri paesi, insieme alla parziale subordinazione delle loro politiche monetarie interne al vincolo del tasso di cambio, divennero un aspetto costante. Ciò nonostante, una volta che il dollaro ebbe iniziato ad apprezzarsi, il suo andamento ascendente acquistò nuovamente moto proprio.

La risultanza complessiva di questi fattori fu una spettacolare ripresa del dollaro, che superò in termini reali la precedente flessione. Le prime monete a segnare un calo rispetto al dollaro — nell'estate del 1980 — furono il marco tedesco ed il franco svizzero. Nell'agosto del 1981 il marco aveva perso, in termini reali, il 23% rispetto al livello di metà 1977. Il deprezzamento del marco rispetto al dollaro tra il 1980 e il 1981 fu anche influenzato dal superamento degli obiettivi fissati per l'espansione monetaria dalla Bundesbank. La percezione del contrasto fra le politiche monetarie negli Stati Uniti e in Germania condusse ad una radicale riconsiderazione, da parte del mercato, delle aspettative concernenti il dollaro e il marco tedesco.

Nel caso della sterlina, l'inversione di tendenza ebbe luogo all'inizio del 1981. Malgrado chiare indicazioni che la politica economica era finalmente riuscita a far rallentare l'inflazione, e nonostante l'emergere di un considerevole attivo nelle partite correnti inglesi, il formarsi di un differenziale tra i tassi d'interesse in favore del dollaro fu sufficiente a mutare l'orientamento del mercato, dal momento che le prospettive di un ulteriore apprezzamento della sterlina sembravano essere scarse. Nel marzo del 1983, il cambio della sterlina rispetto al dollaro era ridisceso al disotto del livello di metà 1977, con un peggioramento del 32% rispetto al valore massimo raggiunto nel 1980.

Lo yen iniziò a indebolirsi all'incirca nello stesso periodo della sterlina, anche se la sua situazione si presentava per taluni aspetti alquanto differente. Non era affatto chiaro se lo yen fosse sopravvalutato rispetto al dollaro, poiché nella seconda metà del 1980 esso si trovava in termini reali soltanto pochi punti percentuali al disopra della posizione di metà 1977. Inoltre, il tasso d'inflazione giapponese era

notevolmente piú basso che quello degli Stati Uniti, e il miglioramento della bilancia dei pagamenti era piú avanzato che in Germania. Nonostante questi fattori positivi, finiva per prevalere lo sfavorevole differenziale tra i tassi d'interesse nei confronti del dollaro e lo yen iniziava a regredire in linea con le altre principali monete; ad un dato momento, alla fine del 1982, esso si era deprezzato del 25% in termini reali, rispetto al livello della metà del 1977.

Sintetizzando gli sviluppi a partire dal 1977, la conclusione che si impone è che i movimenti intervenuti nei tassi di cambio reali delle quattro principali monete sono stati eccessivi, nel senso che essi hanno condotto a scostamenti ingiustificatamente ampi rispetto alle parità di potere di acquisto. Data l'importanza del tasso di cambio per l'allocazione delle risorse in quasi tutte le economie, tali scostamenti hanno necessariamente conseguenze economiche negative. Quando si verificano forti diminuzioni nei tassi di cambio reali effettivi, queste esercitano una spinta al rialzo sul livello interno dei prezzi dei paesi interessati e tendono a rafforzare le aspettative inflazionistiche, indipendentemente dall'orientamento della politica economica interna. Per contrastare questa inflazione importata, i paesi in tale situazione — come mostra l'esempio della Germania nel 1980-81 — al fine di sostenere il tasso di cambio devono innalzare i tassi d'interesse pur in presenza di una situazione economica debole. Analogamente, come indica l'esempio degli Stati Uniti, un apprezzamento del tasso di cambio reale abbastanza forte da comportare un peggioramento della posizione concorrenziale del paese può rinforzare le pressioni protezionistiche. In tal modo, i tassi di cambio fluttuanti, cui all'epoca della loro introduzione, nel 1973, da molti veniva attribuita la capacità sia di ampliare il margine di manovra dei paesi nel perseguire politiche monetarie indipendenti, sia di contribuire alla preservazione del libero scambio di beni e servizi, hanno finito in pratica per esercitare talvolta l'effetto opposto.

Cosa si potrà fare in futuro, per evitare movimenti eccessivi dei tassi di cambio reali? I mercati possono agire in senso stabilizzante soltanto se gli operatori formano aspettative ragionevolmente salde sul livello di equilibrio del tasso di cambio nel lungo periodo. Un insieme di fattori, negli ultimi anni, ha reso ciò assai difficile. Fra questi fattori vanno compresi avvenimenti esterni, come i gravi shock petroliferi e le crisi politiche internazionali, ma anche talune misure di politica economica e le loro conseguenze. L'ampiezza dell'apprezzamento del dollaro dopo il 1980 è stata in larga misura l'effetto di un lungo periodo di altissimi tassi d'interesse sul dollaro. Inoltre, la persistente forza del dollaro, ad esempio nei confronti del marco, riflette certamente il fatto che, con tassi d'inflazione grosso modo uguali in Germania e negli Stati Uniti, i tassi d'interesse sul dollaro sono ancora nettamente superiori ai corrispondenti tassi sul marco.

Le autorità possono avere scarse possibilità di evitare scostamenti significativi dei tassi di cambio rispetto alle parità di potere d'acquisto in occasione di forti shock esterni, giacché è difficile stimare l'impatto di lungo periodo di tali perturbazioni sui tassi di cambio di equilibrio. La situazione è diversa, tuttavia, quando le politiche stesse sono all'origine di incertezze sui tassi di equilibrio. Le autorità, nei principali paesi interessati, possono tentare di evitare politiche che conducano a movimenti eccessivi dei tassi di cambio e, a volte, possono anche agire direttamente sui cambi mediante interventi sul mercato, data la migliore conoscenza delle proprie politiche rispetto a quella del mercato. In termini generali, se un intervento ufficiale vuole avere effetti di stabilizzazione sul mercato dei cambi, il piú importante requisito è

quello di essere convincente. In altri termini, occorre in primo luogo che esso sia sostenuto, o quanto meno non venga contraddetto dalle altre componenti della politica economica. L'esperienza degli Stati Uniti nel 1978-79 è istruttiva a questo riguardo. I diversi provvedimenti presi nel novembre 1978 hanno prodotto i loro effetti soltanto con un certo ritardo, e questi effetti sono stati di breve durata poiché l'intervento ufficiale concertato sul mercato dei cambi non è stato sostenuto a sufficienza da misure collaterali. Se la politica monetaria più restrittiva, introdotta negli Stati Uniti alla fine del 1979, fosse stata adottata prima, anche la ripresa duratura del dollaro sarebbe iniziata prima. Inoltre, l'attuale elevato livello del dollaro sui mercati dei cambi non potrebbe essere abbassato soltanto con interventi, giacché in larga misura esso è il risultato del perdurare di elevati tassi d'interesse sul dollaro, che a loro volta sono in relazione con il dosaggio delle politiche fiscali e monetaria negli Stati Uniti. In secondo luogo l'intervento non dovrebbe mirare a congelare i tassi di cambio a livelli irrealistici, ma dovrebbe cercare di evitare che il tasso di cambio esca da una zona di ragionevole equilibrio. Infine, è necessario un certo grado di coordinamento internazionale nelle politiche dei tassi di cambio.

La condizione preliminare per esercitare un certo controllo sugli eccessi evitabili nei movimenti dei tassi di cambio è che tutti i principali paesi mostrino con chiarezza che essi si interessano attivamente dell'evoluzione del proprio tasso di cambio. Ciò implica l'attuazione di un minimo di coordinamento nelle politiche dei tassi di cambio, e in particolare nelle politiche di intervento. Non è facile per le autorità dei paesi interessati concordare un approccio coordinato nelle politiche che sono spesso alla base dei movimenti dei tassi di cambio. Innanzitutto, non è agevole trovare un accordo su un orientamento coordinato nelle politiche monetarie, anche se la recente convergenza verso il basso dei tassi d'inflazione in un certo numero di importanti paesi industriali dovrebbe facilitare questo processo. Inoltre, le differenze fra i singoli paesi quanto alle tecniche impiegate nella gestione della politica monetaria possono fare emergere differenziali tra i tassi d'interesse che non riflettono adeguatamente l'orientamento relativo delle politiche nei vari paesi. E, data la misura dell'atteggiamento di non-ingerenza delle autorità sui mercati dei cambi dal marzo 1973, non sarà agevole influenzare tali mercati con interventi diretti, anche se l'esperienza d'intervento coordinato dopo il novembre del 1978 dimostra che questo compito non è impossibile. Tuttavia vale la pena di tentare di coordinare le politiche dei tassi di cambio al fine di eliminare almeno alcune delle incertezze che hanno contribuito all'instabilità dei cambi negli anni recenti.

La produzione ed il mercato dell'oro nel 1982

Gli sviluppi sul mercato dell'oro nel periodo sotto rassegna sono stati caratterizzati da due fatti salienti: un incremento significativo della produzione del metallo in Occidente — connessa al fortissimo aumento del prezzo dell'oro alla fine degli anni settanta — ed un parziale recupero del prezzo di mercato del metallo dopo il forte calo iniziato nel 1980 e proseguito fino alla metà del 1982. A partire dalla scorsa estate, la domanda di oro da parte del mercato è stata sostenuta dalla flessione nei tassi d'interesse a breve sul dollaro e dalle perturbazioni intervenute nel sistema finanziario internazionale. Oltre a ciò, si è avuto un aumento della variabilità di breve periodo dei prezzi dell'oro, probabilmente in connessione all'apertura di nuovi mercati per transazioni materiali e all'accresciuta importanza dei mercati delle opzioni a termine.

Produzione mondiale di oro. Stime

Paesi	1929	1940	1946	1953	1970	1979	1980	1981	1982
	tonnellate metriche								
Sud Africa	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	705,4	675,1	656,9	664,2
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	51,1	50,6	52,0	62,5
Stati Uniti	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	29,8	30,2	42,9	43,5
Brasile	3,3	4,7	4,4	3,6	9,0	25,0	35,0	35,0	34,8
Australia	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	18,3	17,0	18,4	27,4
Filippine	5,1	34,9	—	14,9	18,7	16,7	20,4	23,4	25,4
Cile	0,8	10,4	7,2	4,1	1,6	4,3	6,5	12,2	18,9
Papua-Nuova Guinea	—	—	—	—	0,7	19,7	14,3	17,2	17,8
Colombia	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	10,0	17,0	17,7	15,5
Zimbabwe	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	11,8	11,3	11,3	13,0
Rep. Dominicana	—	—	—	—	—	11,0	11,5	12,8	11,8
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	11,1	11,0	10,4	10,3
Perù	3,8	8,7	4,9	4,4	3,3	4,7	5,0	7,2	7,2
Messico	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	6,3	5,9	5,2	5,2
Totale	522,7	964,4	612,4	685,7	1.232,2	925,2	910,8	922,6	957,5
Altri paesi	47,3	200,6	53,6	68,3	38,8	31,3	37,2	43,4	52,5
Produzione mondiale stimata*	570,0	1.165,0	666,0	754,0	1.271,0	956,5	948,0	966,0	1.010,0

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

Nel 1982 la produzione mondiale di oro (esclusa quella dell'URSS e altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) è aumentata di 44 tonnellate, portandosi con 1.010 tonnellate metriche al livello più elevato degli ultimi otto anni. La produzione aurifera del Sud Africa, dopo otto anni di flessione quasi ininterrotta, è aumentata di circa 7 tonnellate, raggiungendo le 664 tonnellate; la produzione si è parimenti accresciuta, di circa 10 tonnellate, sia in Canada che in Australia.

Le vendite stimate di oro da parte dei paesi socialisti sono calate da 300 tonnellate nel 1981 a 200 tonnellate nello scorso anno. L'effetto di questa diminuzione sull'offerta del mercato in linea generale è stato tuttavia controbilanciato dal fatto che nel 1982 le riserve auree complessive notificate al Fondo Monetario Internazionale (escluse tuttavia le riserve auree del Sud Africa, i cui movimenti si ritiene riflettano essenzialmente operazioni di *swap* con banche commerciali) si sono ridotte di 105 tonnellate, dopo essere cresciute di 65 tonnellate nel 1981. Tra le variazioni identificate nelle riserve auree, l'anno passato, le flessioni più marcate sono quelle registrate nell'America Latina (80 tonnellate, di cui 64 in Brasile) e in Ungheria (32 tonnellate). L'incremento delle riserve auree dichiarate dei paesi OPEC tra il 1981 e il 1982 si è ridotto da 50 a 10 tonnellate. Come risultato delle diverse variazioni nella produzione, nelle vendite dei paesi socialisti e nelle disponibilità auree ufficiali, si può stimare che nel 1982 il totale di oro disponibile per impieghi non monetari sia aumentato di 115 tonnellate circa, portandosi a 1.315 tonnellate.

Nel periodo sotto rassegna si è arrestato il forte movimento discendente del prezzo dell'oro iniziato nel 1980; a metà maggio 1983 la quotazione al *fixing* sul mercato di Londra si situava a circa \$ 440 per oncia, dopo essere disceso brevemente al disotto di \$ 300 per oncia alla metà del 1982. I primi sei mesi del 1982 hanno

Mercato dell'oro: fonti e impieghi. Stime

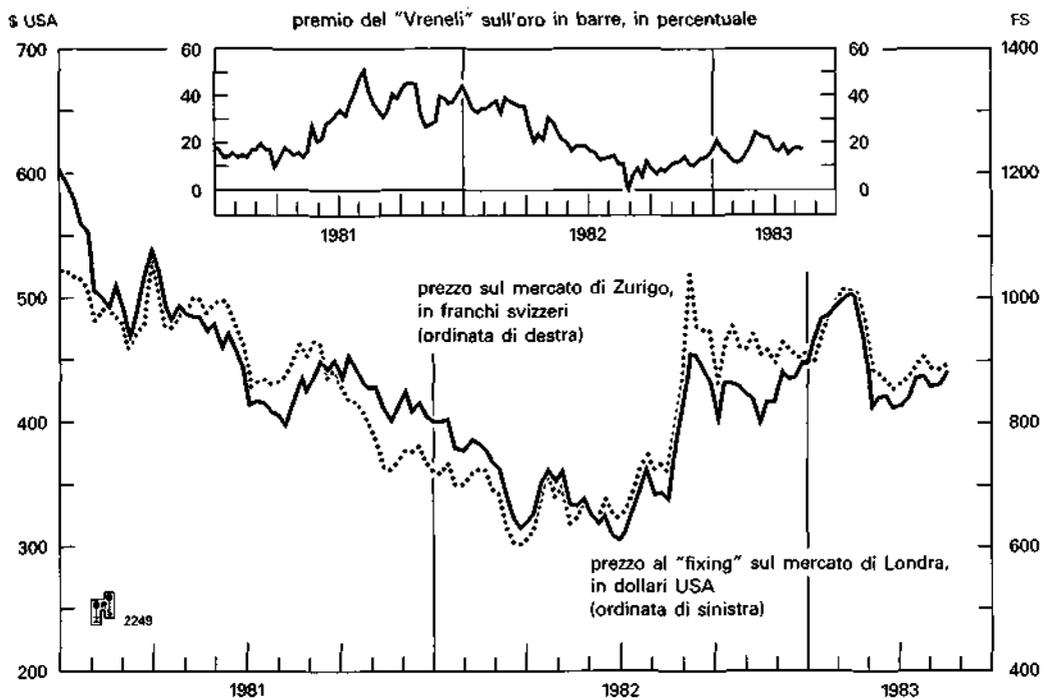
Voci	1979	1980	1981	1982
	tonnellate metriche			
Produzione	955	950	965	1.010
Vendite da parte dei paesi socialisti (stime)	290	90	300	200
Variazioni stimate nelle disponibilità ufficiali del mondo occidentale mediante transazioni sul mercato* (- = aumento)	620	- 55	- 65	105
Totale (= impieghi stimati non monetari)	1.865	985	1.200	1.315

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

segnato un proseguimento nella caduta delle quotazioni verificatasi nel 1981, con un calo da \$ 399 per oncia a inizio anno a \$ 297 per oncia il 21 giugno, che corrisponde al livello più basso dall'agosto del 1979. I principali fattori di questa ulteriore caduta nei prezzi sono costituiti dal perdurare degli elevati livelli dei tassi d'interesse sul dollaro e dalla conseguente forza della moneta USA sui mercati dei cambi. La susseguente pronunciata diminuzione dei tassi d'interesse a breve termine sul dollaro in luglio e agosto, insieme alla crisi finanziaria del Messico e alle inquietudini per il sistema bancario internazionale, ha condotto a una netta ripresa delle quotazioni. Il 7 settembre, il prezzo al *fixing* sul mercato di Londra ha raggiunto \$ 488,5 e due giorni più tardi, in Estremo Oriente, l'oro veniva quotato oltre \$ 513 per oncia.

Prezzi di mercato dell'oro in dollari USA e in franchi svizzeri, 1981-83

Quotazioni di fine settimana, per oncia di fino



A ciò è seguita una notevole reazione al ribasso, associata a vendite massicce da parte dei produttori e ad azioni ufficiali per fronteggiare la situazione dei debiti internazionali, che all'inizio di ottobre ha portato le quotazioni a \$ 387 per oncia; successivamente il prezzo è nuovamente salito sino a poco meno di \$ 450 per oncia alla metà del mese, per poi ridiscendere appena al disotto di \$ 400 nella seconda settimana di novembre. Il manifestarsi di un allentamento dell'indirizzo di politica monetaria degli USA ha determinato in dicembre un nuovo rafforzamento della domanda di oro. Il 15 febbraio 1983 il prezzo aveva raggiunto \$ 511,50 per oncia, prima di ricadere al disotto di \$ 410 per oncia alla fine del mese, a causa della debolezza dei prezzi del petrolio. Verso la fine di aprile, tuttavia, la quotazione era risalita a \$ 440 per oncia.

Le riserve e la liquidità internazionale

Andamenti nel 1982. Per certi aspetti l'evoluzione delle riserve globali nel corso del 1982 è stata simile a quella dell'anno precedente. Escludendo le disponibilità in oro, le riserve totali dei paesi espresse in dollari correnti si sono ulteriormente ridotte di \$ 26,3 miliardi, con una contrazione delle riserve valutarie pari a \$ 21,7 miliardi; anche il volume delle riserve auree ha mostrato un'ulteriore diminuzione di 4,8 milioni di once. Come nel 1981, la flessione nelle riserve non auree totali deve essere considerata in termini di variazione nel loro potere di acquisto. L'anno passato la riduzione del 6,6% in queste attività di riserva, misurate in dollari correnti, stava a fronte di un calo del 4% nel valore unitario in dollari delle esportazioni mondiali. Inoltre, l'ulteriore rafforzamento del dollaro nell'insieme del 1982 rispetto alle altre categorie di riserve non auree (escludendo le riserve in ECU) ha significato che, come nel 1981, una parte — \$ 8,5 miliardi circa — della flessione nelle riserve non auree totali è stata il risultato di una diminuzione del valore in dollari di queste altre attività. D'altro canto, l'aumento del 12% registrato l'anno passato dal prezzo di mercato dell'oro ha fatto sì che le riserve auree totali, riportate nella tabella seguente, abbiano incrementato il loro valore di mercato di \$ 43,6 miliardi, dopo essersi deprezzate di ben \$ 180,8 miliardi nel 1981.

Nel valutare tali variazioni nelle riserve occorre anche tener conto del peggioramento della posizione debitoria sull'estero di molti paesi nell'anno passato. Considerando insieme le riserve e l'indebitamento esterno, non vi è dubbio che, nonostante il fatto che il prezzo dell'oro abbia cessato di calare e abbia in seguito segnato un parziale recupero, nel corso del 1982 la situazione globale della liquidità internazionale ha subito un ulteriore deterioramento.

Scomponendo per tipi di attività la variazione delle riserve non auree, la flessione complessiva registrata l'anno scorso risulta essersi ampiamente concentrata nelle riserve valutarie, il cui ammontare complessivo si è ridotto di \$ 21,7 miliardi. Si può stimare che il 30% circa di questa diminuzione è derivato dall'apprezzamento del dollaro nei confronti delle altre monete di riserva. La riduzione delle riserve valutarie totali ha riguardato in parti all'incirca uguali i paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera (—\$ 10,8 miliardi) e i paesi OPEC (—\$ 11,1 miliardi). Le riserve valutarie complessive dei paesi in via di sviluppo non OPEC, malgrado alcune forti perdite da parte di singoli paesi del gruppo, hanno registrato nel complesso dell'anno soltanto una flessione marginale, principalmente a causa di un sensibile aumento delle riserve valutarie della Cina.

Variazioni nelle riserve globali, 1980-82

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva sui FMI	DSP	ECU	Totale (escluso l'oro)	
	in milioni di onze	miliardi di dollari USA ¹					
Gruppo dei Dieci e Svizzera							
1980	- 1,1	47,9	9,8	3,1	- 0,9	20,7	32,7
1981	- 0,5	- 140,4	- 11,1	2,3	2,3	- 13,6	- 20,1
1982	- 0,3	35,3	- 10,8	3,3	1,8	- 8,4	- 14,1
Consistenze alla fine del 1982	739,2	331,1	96,6	17,7	14,3	41,0	169,6
Altri paesi sviluppati							
1980	2,8	7,9	3,4	0,6	- 0,1	- 0,1	3,8
1981	- 3,1	- 19,9	- 2,6	- 0,2	0,4	- 0,2	- 2,6
1982	- 2,8	3,3	0,7	- 0,5	- 0,2	-	-
Consistenze alla fine del 1982	92,4	41,4	37,3	1,2	1,4	0,4	40,3
PVS non petroliferi²							
1980	2,9	6,2	- 0,9	1,0	- 0,6	-	- 0,5
1981	1,1	- 13,4	1,0	- 0,3	0,8	-	1,5
1982	- 2,0	2,8	- 0,5	- 0,2	- 1,3	-	- 2,0
Consistenze alla fine del 1982	72,6	32,6	70,5	1,7	1,5	-	73,7
Insieme dei paesi importatori di petrolio							
1980	4,6	62,0	12,3	4,7	- 1,6	20,6	36,0
1981	- 2,5	- 173,7	- 12,7	1,8	3,5	- 13,8	- 21,2
1982	- 5,1	41,4	- 10,6	2,6	0,3	- 8,4	- 16,1
Consistenze alla fine del 1982	904,2	405,1	204,4	20,6	17,2	41,4	283,6
Paesi OPEC³							
1980	3,4	4,5	19,5	1,3	0,2	-	21,0
1981	1,6	- 7,1	- 0,2	1,5	0,5	-	1,8
1982	0,3	2,2	- 11,1	0,7	0,2	-	- 10,2
Consistenze alla fine del 1982	42,6	19,1	78,7	7,5	2,4	-	88,6
Tutti i paesi							
1980	8,0	66,5	31,8	6,0	- 1,4	20,6	57,0
1981	- 0,9	- 180,8	- 12,9	3,3	4,0	- 13,8	- 19,4
1982	- 4,8	43,6	- 21,7	3,3	0,5	- 8,4	- 26,3
Consistenze alla fine del 1982	946,8	424,2	283,1	28,1	19,6	41,4	372,2

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

In aggiunta al peggioramento delle riserve valutarie, vi è stata una contrazione di \$ 8,4 miliardi nelle disponibilità in ECU dei paesi membri dello SME. Ciò è dovuto principalmente a una riduzione nel prezzo dell'oro tratto dalle riserve di questi paesi e oggetto di operazioni di *swap* contro ECU.

D'altro canto, le disponibilità totali di DSP da parte dei paesi e le loro posizioni di riserva sul Fondo Monetario Internazionale nel 1982 sono cresciute rispettivamente di \$ 0,5 e 3,3 miliardi. L'aumento delle posizioni di riserva sul Fondo, espresso in DSP, è stato di DSP 4,1 miliardi e va ascritto principalmente agli Stati Uniti e all'Arabia Saudita. Questa crescita è stata nettamente inferiore ai nuovi prelievi netti totali sul Fondo, pari a DSP 7 miliardi, giacché prelievi per DSP 2,1 miliardi sono stati effettuati in DSP anziché nelle monete dei paesi membri. Sul

totale netto dei prelievi sul FMI nel 1982, DSP 4,8 miliardi sono dovuti ai PVS non OPEC: l'India ha ottenuto DSP 1,5 miliardi, il Brasile DSP 0,5 miliardi, il Messico, il Marocco e il Pakistan DSP 0,4 miliardi ciascuno, il Perù DSP 0,3 miliardi. I prelievi netti dei paesi sviluppati sono stati pari a DSP 1,9 miliardi; di questi, il Sud Africa ha prelevato DSP 0,9 miliardi, la Jugoslavia DSP 0,5 miliardi, l'Ungheria, la Romania e l'Australia DSP 0,3 miliardi ciascuno.

Nel corso del 1982 oltre al forte aumento dei prelievi da parte dei paesi membri, il totale delle linee di credito concordate con il Fondo è aumentato da DSP 15,2 a 17,5 miliardi; a fine marzo 1983 gli accordi di prestito erano ulteriormente cresciuti, fino a DSP 24,8 miliardi. A quella data la parte non utilizzata di queste linee di credito ammontava a DSP 16 miliardi. I più ampi nuovi crediti accordati hanno riguardato il Messico (DSP 3,4 miliardi), il Brasile (DSP 4,2 miliardi) e l'Argentina (DSP 1,5 miliardi).

L'accresciuta domanda di risorse del Fondo ha fatto sí che l'ottava revisione generale delle quote avvenisse prima del termine previsto. Ad una riunione nel febbraio del 1983 il Comitato interinale del Consiglio dei Governatori del FMI ha concordato un incremento del 47% circa del totale delle quote del Fondo, portandolo da DSP 61 miliardi a DSP 90 miliardi. E' prevista l'effettuazione di questo aumento generale delle quote prima della fine del 1983. Parallelamente all'aumento nelle quote del Fondo, i paesi che partecipano agli Accordi Generali di Prestito (GAB) hanno convenuto di aumentare da DSP 6,4 miliardi a DSP 17 miliardi il totale delle linee di credito nel quadro del GAB. Al tempo stesso è stato deciso di rendere disponibili le risorse del GAB non solo ai paesi partecipanti, ma a qualsiasi paese membro del Fondo per prelievi condizionali presso il FMI, qualora questo si trovi in una situazione di insufficiente liquidità a causa di circostanze eccezionali connesse alle richieste di paesi con problemi di bilancia dei pagamenti aventi caratteristiche e dimensioni aggregate tali da costituire una minaccia per la stabilità del sistema monetario internazionale.

Disaggregando per gruppi di paesi le variazioni delle riserve non auree nel corso dell'anno passato, la riduzione di \$ 10,2 miliardi nelle riserve non auree dei paesi OPEC è il riflesso del disavanzo emerso nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti di alcuni paesi di questo gruppo. Vi sono state riduzioni di \$ 2,3 miliardi nelle riserve della Nigeria, di \$ 1,9 miliardi rispettivamente sia in Indonesia che in Libia, e di \$ 1,6 e 1,3 miliardi rispettivamente in Venezuela e in Algeria. Anche in Arabia Saudita le riserve non auree dichiarate hanno registrato un calo di \$ 2,7 miliardi, sebbene la bilancia dei pagamenti correnti sia certamente rimasta ancora in attivo. L'unico paese esportatore di petrolio che ha segnato un aumento significativo delle riserve non auree nel corso del 1982 è stato il Kuwait, con un incremento di \$ 1,8 miliardi.

Nei paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera, la contrazione delle riserve non auree durante il 1982, pari a \$ 14,1 miliardi, è dovuta ad una flessione di \$ 25,1 miliardi nei primi nove mesi dell'anno, seguita da un afflusso netto di \$ 11 miliardi nel quarto trimestre. Le più ampie flessioni nelle riserve, nel corso dell'anno passato, sono state registrate dall'Italia (\$ 6 miliardi), dalla Francia (\$ 5,7 miliardi), dal Giappone (\$ 4,9 miliardi) e dal Regno Unito (\$ 2,8 miliardi). In questi paesi le autorità monetarie hanno effettuato in diverse occasioni cospicui interventi a sostegno della propria moneta.

Tra gli altri paesi sviluppati, le cui riserve non auree aggregate non hanno mostrato alcuna variazione, vi è stato un incremento di \$ 4,7 miliardi nelle riserve non auree dell'Australia e una flessione di \$ 3,2 miliardi in quelle della Spagna. Cali minori, ma pur sempre significativi, sono stati registrati dalla Jugoslavia, dall'Ungheria e dalla Turchia, dove le riserve non auree si sono ridotte rispettivamente di \$ 0,8, di \$ 0,5 e di \$ 0,4 miliardi.

Il calo complessivo delle riserve non auree dei PVS non OPEC, di soli \$ 2 miliardi, è stato assai modesto se si considera la situazione dei pagamenti di molti fra questi paesi e il loro limitato accesso al mercato bancario internazionale. Nell'America Latina si è registrato un decremento complessivo di circa \$ 9 miliardi. Questa diminuzione include le perdite identificate del Messico per \$ 2,9 miliardi, del Brasile per \$ 2,7 miliardi, del Cile per \$ 1,4 miliardi, della Colombia per \$ 0,9 miliardi e dell'Argentina per \$ 0,8 miliardi. Per contro, nel 1982 le riserve non auree della Cina sono aumentate di \$ 6,3 miliardi, rispetto ad un incremento totale di \$ 6,7 miliardi nelle riserve non auree dei PVS non OPEC dell'Asia.

Una caratteristica saliente degli andamenti delle riserve valutarie nel 1982 è stata la continua ed accelerata riduzione delle disponibilità ufficiali in valuta estera identificate al di fuori degli Stati Uniti, accompagnata da un ulteriore limitato aumento nell'ammontare di riserve in dollari detenute negli Stati Uniti. La tabella seguente mostra una flessione, da \$ 127 miliardi a fine 1981 a \$ 95,2 miliardi a fine 1982, nei depositi ufficiali presso le banche situate nei paesi considerati nelle rassegne statistiche trimestrali della BRI. Gran parte di questa flessione di \$ 31,8 miliardi ha riguardato i depositi ufficiali detenuti sul mercato delle eurovalute. I depositi ufficiali in eurodollari sono stati ridotti di \$ 14,3 miliardi; vi sono state flessioni in termini di dollari correnti anche nei depositi ufficiali in altre eurovalute, ed in particolare una contrazione di \$ 6,9 miliardi nei depositi in euromarchi. Mentre una parte del calo dei depositi in eurovalute diverse dal dollaro, stimata in \$ 2,5 miliardi, deriva dall'apprezzamento del dollaro nei confronti delle altre monete di riserva, la causa principale di questi prelievi sui depositi è costituita dalla contrazione delle riserve dei paesi esterni al Gruppo dei Dieci, gran parte delle quali è detenuta sull'euromercato, nonché dallo spostamento di riserve dal mercato bancario internazionale agli Stati Uniti, in conseguenza sia di avvenimenti politici internazionali sia dei timori sorti nel corso dell'anno a riguardo del sistema bancario internazionale.

Tali spostamenti di riserve verso gli Stati Uniti trovano solo in parte corrispondenza nell'aumento di \$ 2,8 miliardi delle riserve valutarie detenute negli Stati Uniti, giacché questa cifra comprende anche gli effetti della flessione di \$ 11,2 miliardi nelle riserve valutarie degli altri paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera, in massima parte costituita da prelievi sulle riserve in dollari detenute negli Stati Uniti. Vi è stato quindi probabilmente un aumento, di oltre \$ 10 miliardi, nelle riserve valutarie detenute negli Stati Uniti da paesi esterni al Gruppo dei Dieci. In particolare il Venezuela ha spostato un volume considerevole di riserve in dollari dal Regno Unito agli Stati Uniti nel secondo trimestre del 1982, periodo in cui si sono ridotti di \$ 5,4 miliardi i depositi in eurovalute detenuti nel Regno Unito dai paesi esportatori di petrolio.

La struttura degli impieghi delle riserve valutarie, 1979-1982

Voci	Fine 1979	Fine 1980	Fine 1981	Fine 1982
	consistenze, in miliardi di dollari USA			
1. Depositi presso banche nei paesi europei ¹ , in Canada e Giappone:				
a) sui mercati nazionali	8,8	17,6	16,2	12,8
marchi tedeschi	3,4	4,8	3,2	2,4
franchi svizzeri	0,6	1,6	2,7	1,4
yen	0,9	4,6	5,4	5,0
sterline	1,9	3,0	2,2	2,4
franchi francesi	0,8	1,5	0,7	0,5
altre monete	1,2	2,1	2,0	1,1
b) sull'euromercato	115,8	123,3	105,8	79,2
dollari	74,1	80,3	71,6	57,3
marchi tedeschi	24,1	24,5	19,1	12,2
franchi svizzeri	6,0	8,0	6,9	3,9
yen	4,2	2,2	2,2	1,4
sterline	1,5	2,2	1,1	0,5
franchi francesi	1,2	2,6	1,8	0,4
altre monete	4,7	3,5	3,1	3,5
2. Depositi presso alcune filiali <i>offshore</i> di banche USA ²	6,4	5,6	5,0	3,2
Totale 1+2	131,0	146,5	127,0	95,2
di cui, dollari	79,8	85,3	76,1	60,1
altre monete	51,2	61,2	50,9	35,1
3. Riserve valutarie identificate detenute negli Stati Uniti (passività USA dichiarate verso istituzioni ufficiali estere) esclusi i dollari oggetto di <i>swap</i> contro ECU	134,8	149,7	154,4	157,2
4. Altri	20,1	21,5	23,4	30,7
Totale riserve valutarie	285,9	317,7	304,8	283,1

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.

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

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

Gli andamenti in una prospettiva di più lungo periodo. Ad un primo esame gli anni settanta sono stati caratterizzati da una straordinaria crescita della liquidità internazionale. Tra la fine del 1969 e la fine del 1978 le riserve ufficiali non auree dei paesi importatori di petrolio sono aumentate di sette volte; l'espansione è continuata, seppure ad un ritmo assai più moderato, nel 1979-80, dopo i nuovi aumenti del prezzo del petrolio. Inoltre tale crescita nelle riserve ha avuto luogo in un periodo in cui il passaggio a un regime di cambi fluttuanti avrebbe dovuto in teoria diminuire il fabbisogno di riserve internazionali. D'altro lato, la principale funzione della liquidità internazionale è quella di permettere ai paesi di superare temporanei squilibri nei pagamenti esterni senza dover assoggettare le proprie economie a politiche di aggiustamento eccessivamente gravose. Considerato da questo punto di vista, il rapido aumento delle riserve nel corso degli anni settanta non sembrerebbe aver prodotto una situazione di eccesso di liquidità internazionale. Al contrario, un numero crescente di paesi ha dovuto subire stringenti vincoli di finanziamento esterno che, nell'insieme, stanno agendo da freno alla ripresa economica mondiale.

Vi sono diverse ragioni che spiegano questo apparente paradosso. In primo luogo, sebbene le riserve costituiscano un importantissimo elemento della posizione

di liquidità internazionale di ciascun paese, e certamente quello che meglio si presta ad una valutazione quantitativa, ve ne sono altri la cui importanza si è grandemente accresciuta nel corso dell'ultimo decennio: la dimensione del debito esterno del paese, la sua struttura per scadenze, l'entità delle linee di credito non utilizzate e, principalmente, la concreta possibilità di accedere al credito internazionale. In secondo luogo, l'ammontare complessivo delle riserve globali ha un significato limitato; per valutare la situazione della liquidità internazionale è altrettanto, e fors'anche più importante, la distribuzione delle riserve per paesi. In terzo luogo, i risultati di qualsiasi analisi dell'andamento delle riserve nel tempo possono essere fortemente influenzati dalla scelta del periodo di base, ed il quadro appare molto differente se si prende come riferimento la fine del 1973. Infine, l'aumento delle riserve deve essere considerato in relazione al fabbisogno delle stesse; negli anni settanta si è assistito ad una notevolissima crescita degli scambi internazionali di beni e servizi, particolarmente in termini di valore, nonché del volume e della instabilità dei flussi internazionali di fondi.

Allo scopo di illustrare la distribuzione delle riserve internazionali, la tabella a pagina 171 distingue cinque gruppi di paesi: in primo luogo gli Stati Uniti, la cui bilancia dei pagamenti ha una influenza importante sulla creazione di riserve, ma che ai fini dei pagamenti internazionali, dipende in misura limitata dalle riserve giacché il dollaro è la principale attività di riserva internazionale; in secondo luogo, un piccolo gruppo di paesi - Germania, Giappone e Svizzera - che in varie occasioni nel corso degli anni settanta ha incrementato fortemente le riserve attraverso interventi sul mercato destinati a moderare l'apprezzamento delle rispettive monete; in terzo luogo, il gruppo piuttosto eterogeneo degli altri paesi sviluppati, per i quali l'adeguatezza delle riserve ha spesso costituito un importante vincolo per la politica economica; in quarto luogo i PVS non OPEC, che dipendono da un'adeguata liquidità internazionale per sostenere il loro sviluppo economico. Infine, i paesi OPEC, che hanno registrato un rapidissimo aumento nelle loro attività esterne in conseguenza del rincaro del petrolio. Per alcuni di questi paesi la linea di demarcazione tra gli investimenti effettuati principalmente per fini di reddito e le riserve internazionali, detenute principalmente a scopo precauzionale, è piuttosto fluida ed arbitraria.

A causa delle particolarità menzionate, la rassegna che segue si occuperà marginalmente delle posizioni di liquidità internazionale degli Stati Uniti e dei paesi OPEC, per concentrarsi sugli andamenti negli altri tre gruppi di paesi.

Nella Relazione Annuale per il 1969, il Fondo Monetario Internazionale sosteneva che "sebbene la valutazione della situazione delle riserve in un dato momento sia questione su cui giudizi parimenti fondati possono differire, è possibile sostenere che nel 1968 la disponibilità globale delle riserve non solo rifletteva una flessione in atto da un certo numero di anni, ma era anche divenuta meno che adeguata". Lo stesso 1969 fu un anno di lenta crescita delle riserve e i timori di un'inadeguata offerta futura di liquidità internazionale furono all'origine della decisione, presa in quell'anno, di attivare il meccanismo di nuova istituzione dei DSP e di procedere ad un notevole aumento delle quote del FMI. L'impressione di una relativa scarsità delle riserve alla fine degli anni sessanta è confermata da un esame dei rapporti riserve/importazioni. Questi rapporti sono calcolati escludendo le riserve auree, giacché alla fine del 1969, la possibilità di utilizzo di questa attività

di riserva era grandemente ridotta. Sebbene il Tesoro USA continuasse ad essere l'acquirente di ultima istanza dell'oro monetario, la sua riluttanza a vendere oro ad altre autorità monetarie, ed il fatto che il suo prezzo d'acquisto fosse al disotto della quotazione di mercato, comportavano un volume assai limitato di transazioni ufficiali in oro.

Nel caso della Germania, del Giappone e della Svizzera, le riserve non auree corrispondevano a poco più di due mesi di importazioni; nel caso degli altri paesi sviluppati esse corrispondevano a 1,3 mesi di importazioni soltanto. Nei PVS non OPEC le riserve aggregate equivalevano a tre mesi di importazioni circa; tuttavia, in presenza di una struttura delle esportazioni assai meno diversificata, e di prezzi all'esportazione assai sensibili alle influenze del ciclo economico, questi paesi potevano fare molto meno affidamento che i paesi industriali su un flusso costante di entrate per esportazioni.

La situazione di relativa scarsità di riserve del 1969 si capovole in modo spettacolare negli anni seguenti, quando un forte deterioramento del saldo delle partite correnti USA, associato a deflussi di capitali dagli Stati Uniti — compresi ingenti spostamenti di riserve valutarie dagli Stati Uniti al mercato bancario internazionale — ha condotto a un enorme incremento della liquidità nel resto del mondo. Principalmente come conseguenza di questi sviluppi, le riserve globali non auree furono più che triplicate, passando da circa \$40 miliardi a \$142 miliardi nell'arco di un solo quadriennio. Questo aumento delle riserve si concentrò in gran parte nei paesi industriali. La Germania, il Giappone e la Svizzera aumentarono le proprie riserve non auree di ben \$36,5 miliardi, accrescendo del 450% le loro disponibilità complessive in questo tipo di attività e più che raddoppiando (dal 18 al 42,5%) il loro rapporto riserve/importazioni. Anche gli altri paesi sviluppati registrarono un forte aumento, pari al 290%, nella loro disponibilità di riserve non auree, ma in questo caso l'aumento delle riserve era in larga misura necessario ed il rapporto complessivo riserve/importazioni per questi paesi a fine 1973, pari al 20,9%, non era da considerare eccessivo. La crescita delle riserve non auree dei PVS non OPEC durante questo periodo fu assai più modesta e rispecchiò un maggiore indebitamento nei confronti del sistema bancario internazionale. Le riserve non auree complessive di questi paesi aumentarono di \$17 miliardi, ossia del 177%, raggiungendo un totale di \$26,6 miliardi, mentre il loro rapporto medio riserve/importazioni salì al 34,5%. D'altra parte alla fine del 1973 le passività totali stimate di questi paesi nei confronti delle banche dichiaranti alla BRI erano salite a \$35 miliardi.

I timori derivanti dalla crescita delle riserve nel periodo 1969-73 non riguardavano tanto i livelli da esse raggiunti, quanto il meccanismo della loro formazione e il ritmo insostenibile di tale processo. Vi sono pochi dubbi sul fatto che questa rapida crescita delle riserve contribuì in misura importante all'inflazione mondiale durante questo stesso periodo ed al crollo finale del sistema di Bretton Woods agli inizi del 1973.

Verso la fine del 1973 l'esplosione dei prezzi del petrolio determinò un improvviso cambiamento nella situazione. La crescita delle riserve nei paesi importatori di petrolio si arrestò, e le ampie riserve accumulate in questi paesi negli anni precedenti agirono da ammortizzatore, attenuando i vincoli imposti alle loro economie dal deterioramento della bilancia dei pagamenti correnti. Con l'ausilio del

Riserve non auree globali¹, rapporti riserve/importazioni e passività verso le banche dichiaranti alla BRI, da fine 1969 a fine 1982

Aree e Voci	fine 1969	fine 1973	fine 1975	fine 1978	fine 1980	fine 1982
	consistenze, in miliardi di dollari USA; rapporti riserve/importazioni in percentuale					
Stati Uniti:						
riserve non auree	5,1	2,7	4,6	7,0	15,6	22,8
Giappone, Germania e Svizzera:						
riserve non auree	8,1	44,6	45,2	98,6	76,1	71,8
rapporto riserve/importazioni . . .	18,0	42,5	30,9	43,7	20,8	22,8
Altri paesi del Gruppo dei Dieci e altri paesi sviluppati:						
riserve non auree	14,0	54,7	54,3	89,9	105,3	83,6
rapporto riserve/importazioni . . .	11,1	20,9	14,3	16,8	12,6	11,4 ^a
passività verso banche estere ² . .	.	25,0 ^a	33,1	71,3/68,9	77,6	157,7
PVS non OPEC:						
riserve non auree	9,6	26,6	26,8	64,6	74,2	73,7
rapporto riserve/importazioni . . .	24,2	34,5	20,6	33,7	23,1	23,2 ^a
passività verso banche estere ² . .	.	35,0 ^a	82,5	148,1/147,3	215,2	265,7
Totale dei paesi importatori di petrolio:						
riserve non auree	36,8	128,6	130,9	260,1	271,2	251,9
rapporto riserve/importazioni . . .	14,7	24,8	17,2	22,9	15,2	15,6 ^a
Paesi OPEC:						
riserve non auree	3,0	13,4	56,5	61,5	96,9	88,6
rapporto riserve/importazioni . . .	31,3	61,5	102,0	60,9	68,7	53,5 ^a
passività verso banche estere ² . .	.	6,5 ^a	14,5	57,2/56,4	69,9	78,6
Insieme dei paesi:						
riserve non auree	39,8	142,0	187,4	321,6	368,1	340,5
rapporto riserve/importazioni . . .	15,3	26,3	22,9	26,0	19,2	19,1 ^a

¹ I dati di fine-1980 e di fine-1982 sulle riserve non auree sono comprensivi dei dollari oggetto di *swaps* contro ECU.

² Per i paesi dichiaranti alla BRI, le passività nei confronti di banche situate in altri paesi dell'area dichiarante sono al netto delle corrispondenti attività; per tutti gli altri paesi, ad eccezione dei centri *offshore*, le passività sono calcolate su base lorda e rappresentano quindi le attività lorda complessive delle banche dichiaranti nei confronti dei vari gruppi di paesi. Nel caso dei centri *offshore* le passività sono calcolate su base netta.

^a = stime.

sistema bancario internazionale, ed usando le riserve esistenti come una sorta di garanzia informale, gran parte dei paesi importatori di petrolio riuscì ad evitare importanti perdite di riserve. Ciò nondimeno, nei primi due anni seguiti ai rincari del petrolio, la posizione di liquidità internazionale di questi paesi si deteriorò fortemente in termini reali. La combinazione di riserve non auree all'incirca costanti in termini di dollari correnti e di esborsi per le importazioni in rapida crescita condusse ad una flessione dei rapporti riserve/importazioni. Questa flessione fu particolarmente pronunciata nel caso dei paesi in via di sviluppo, per i quali il rapporto si deteriorò nuovamente scendendo al 20,6%, molto al disotto del livello di fine 1969. Inoltre, poterono essere evitate perdite di riserve soltanto a prezzo di un forte aumento nell'indebitamento esterno verso le banche. Alla fine del 1975 le passività dei PVS non OPEC nei confronti del sistema bancario internazionale superavano di tre volte le loro attività di riserva non auree. Un'evoluzione analoga si ebbe in numerosi paesi industriali, seppure su scala più ridotta.

Tra il 1976 e il 1978 la situazione si modificò nuovamente. La decisa ed efficace azione di aggiustamento da parte dei paesi debitori, ed in particolare di quelli in via di sviluppo, facilitata dalla sostenuta ripresa dell'economia statunitense, condusse ad un sensibile miglioramento nel clima bancario internazionale, che si era

temporaneamente deteriorato in seguito alla stretta creditizia negli Stati Uniti e della crisi Herstatt nel 1974. Le banche divennero più ottimistiche e intraprendenti nelle loro politiche di credito internazionale e, nonostante una temporanea diminuzione dei disavanzi delle partite correnti nei paesi importatori di petrolio, il volume del credito bancario internazionale continuò ad espandersi fortemente. Mentre i deflussi di capitali dagli Stati Uniti rimpiazzavano gradualmente l'eccedenza OPEC come fonte principale dei nuovi fondi bancari internazionali, e mentre le partite correnti degli Stati Uniti divenivano nettamente deficitarie, i paesi importatori di petrolio registravano ampi incrementi delle riserve. Come avvenuto in precedenza, gli incrementi delle riserve furono particolarmente cospicui in Germania, Giappone e Svizzera, paesi nei quali si ebbero talvolta massicci afflussi di fondi di natura speculativa e il cui rapporto riserve/importazioni superava nel 1978 persino gli elevati livelli di fine 1973.

Anche gli altri paesi importatori di petrolio registrarono ampi incrementi nelle riserve, migliorando conseguentemente i rapporti riserve/importazioni. Ciò vale particolarmente per i PVS non OPEC, ove il rapporto riserve/importazioni si riportò quasi al livello del 1973. L'incremento delle riserve dei PVS non OPEC nel periodo 1976-78, per un aspetto assai importante fu tuttavia fondamentale diverso da quello del periodo 1970-73, nel senso che tale aumento, pari a \$38 miliardi, risulta assai più ridotto del simultaneo incremento, di \$66 miliardi, del loro indebitamento bancario internazionale, gran parte del quale in forma di crediti a breve termine. Questa circostanza non sembra tuttavia aver posto dei vincoli importanti alle politiche economiche interne di quei paesi. Il facile accesso al credito bancario internazionale a tassi d'interesse reali assai bassi ha fatto sì che il ruolo delle riserve effettive a sostegno della capacità di pagamento verso l'estero, nel caso di questi paesi, si era in gran parte ridotto a quello di garanzia a fronte dell'indebitamento esterno. La dimensione delle passività verso l'estero sembrava avere poca importanza fintanto che nuovo credito era facilmente disponibile a condizioni favorevoli. La stessa cosa valeva anche per numerosi paesi industriali.

Nella situazione seguita agli aumenti dei prezzi del petrolio del 1978 e del 1979, questo approccio in un primo momento parve ancora praticabile. Con l'aiuto del credito bancario internazionale, e nonostante un forte ampliamento dei disavanzi delle partite correnti, nel 1980 la maggior parte dei paesi importatori di petrolio, registrò ulteriori incrementi nelle riserve. Soltanto i paesi industriali tradizionalmente in avanzo, a causa di un temporaneo e forte deterioramento nei propri saldi correnti, subirono una certa contrazione delle riserve, ed essendo ritornati a livelli più normali i loro rapporti riserve/importazioni, questi paesi possono avere ritenuto che i precedenti massicci incrementi nelle riserve non erano dopotutto così superflui come era parso al momento. Anche in altri paesi importatori di petrolio, tuttavia, l'incremento nelle riserve derivante dall'indebitamento esterno non poté impedire un brusco calo dei rapporti riserve/importazioni scesi al livello del 1969 o addirittura al disotto di esso. Inoltre, questi rapporti riflettevano pienamente l'entità del deterioramento delle posizioni di liquidità internazionale dei paesi, giacché con l'ampia crescita nell'indebitamento verso le banche e con l'ascesa senza precedenti dei tassi d'interesse negli Stati Uniti alla fine del 1980, era fortemente aggravato l'onere per il servizio del debito esterno (cfr. Capitoli V e VI).

La situazione si è fatta più seria nei due anni seguenti, quando l'economia mondiale è entrata in un periodo di recessione. Numerosi paesi hanno dovuto fronteggiare una contrazione del volume delle esportazioni, unitamente a cali nei prezzi all'esportazione ed a elevati tassi d'interesse reali sull'indebitamento esterno verso le banche che si andava ulteriormente espandendo a ritmi assai rapidi, mentre le loro riserve avevano cessato di accrescersi o erano addirittura in diminuzione. Il punto cruciale è stato raggiunto nella seconda metà del 1982 allorché, sulla scia della crisi debitoria del Messico, numerosi paesi mutuatari si sono visti bloccare l'accesso al nuovo credito bancario internazionale o hanno addirittura subito ritiri di fondi bancari a breve termine. Il concetto di liquidità internazionale su cui le politiche economiche di questi paesi erano state basate dalla metà degli anni settanta si è rivelato non più applicabile, e la loro liquidità internazionale è stata ridimensionata al livello delle loro riserve sull'estero. In molti casi queste riserve corrispondevano soltanto ad una piccola parte del loro indebitamento esterno, o addirittura delle sole passività a breve verso il sistema bancario internazionale. La loro capacità di ottenere rinnovi sui debiti in scadenza, per non dire quella di attrarre nuovi fondi bancari netti, era gravemente pregiudicata.

Come risultato di questi sviluppi, la situazione attuale della liquidità internazionale può essere così riassunta: da un lato, vi è un numero alquanto elevato di paesi fortemente indebitati, soprattutto nel Terzo Mondo, per i quali il credito bancario internazionale è divenuto di difficile accesso e che soffrono di un'acuta scarsità di riserve; dall'altro, vi sono alcuni paesi tradizionalmente in attivo, come la Germania, il Giappone e la Svizzera, che dispongono di ampie riserve e che in un futuro prevedibile, non avranno problemi di liquidità internazionale; tra questi due estremi si trovano numerosi paesi, principalmente nel mondo industrializzato, che presentano un livello di riserve appena sufficiente, ma che continuano ad avere accesso al credito bancario internazionale.

Sarebbe pertanto inappropriato parlare al momento attuale di una scarsità globale di liquidità; e neppure è probabile che il problema si ponga in un futuro prevedibile. Data la bilancia delle partite correnti degli Stati Uniti in forte disavanzo, la disponibilità tuttora mostrata dalle banche USA a concedere credito all'interno dell'area OCSE, è poco verosimile che i paesi industriali nel complesso si trovino di fronte, nel prossimo futuro, ad una situazione di scarsità di dollari. Tuttavia, anche se dovessero esservi ampi deflussi di bilancia dei pagamenti dagli Stati Uniti, è altamente improbabile che, in questa occasione, il credito bancario internazionale sia in grado di estendere il risultante aumento delle riserve ai paesi fortemente indebitati del Terzo Mondo. Ancor più che negli anni settanta il problema della crescita globale delle riserve nei prossimi anni sarà quindi sopravanzato da quello della distribuzione a livello mondiale degli squilibri nelle partite correnti e dal bisogno di un'appropriata combinazione di aggiustamento e finanziamento.

VIII. L'ATTIVITA' DELLA BANCA

1. L'assistenza finanziaria alle banche centrali

Lo scorso esercizio è stato caratterizzato dall'assistenza finanziaria fornita dalla BRI a diverse banche centrali, di ampiezza senza precedenti e di natura in parte nuova.

Da molti anni, in pratica sin dalla sua creazione, la Banca eroga fondi a breve termine alle banche centrali con urgente fabbisogno di liquidità. Più volte in passato, soprattutto allorché si è trattato di importi alquanto elevati, ma anche quando erano chiamati in causa gli interessi più ampi della comunità delle banche centrali, gli interventi della Banca a favore di singole istituzioni sono stati effettuati con la cooperazione e il sostegno finanziario di altre banche centrali. Nella maggior parte dei casi a queste operazioni non è stata data quasi nessuna pubblicità, anche se in talune occasioni si è giudicato opportuno pubblicizzare il sostegno fornito dalla BRI e dalle banche centrali ad un mutuatario di importanza fondamentale.

Il Capitolo VI della presente Relazione descrive gli sviluppi sui mercati finanziari internazionali e le difficoltà incontrate da alcuni importanti paesi debitori nel far fronte agli impegni di pagamento derivanti dall'ingente indebitamento accumulato in passato. La Banca ha preso parte a diverse operazioni di soccorso intese ad impedire un generale deterioramento del clima del mercato. In molti casi le linee di credito rese disponibili hanno fornito i mezzi finanziari essenziali mentre venivano elaborati i programmi di aggiustamento d'intesa con il Fondo Monetario Internazionale. Di seguito viene fornita in ordine cronologico una descrizione di questi crediti di prefinanziamento che sono stati concessi o annunciati durante il trascorso esercizio finanziario e che hanno comportato la cooperazione di un certo numero di banche centrali.

Il primo caso è stato quello dell'assistenza finanziaria fornita dalla BRI alla Banca Nazionale di Ungheria, membro fin dai primi tempi della BRI, con la quale intrattiene da lunga data relazioni di affari. Sulla scia dei gravi problemi politici e finanziari emersi in Polonia verso la fine del 1981, l'Ungheria ha dovuto far fronte a un massiccio deflusso di fondi a breve, sui quali si basava in misura considerevole il finanziamento dei pagamenti con l'estero. L'imprevedibilità di questi ritiri di fondi e la rapidità con cui essi si sono prodotti hanno indotto la Banca Nazionale di Ungheria a richiedere l'assistenza della BRI nel marzo 1982. L'Ungheria aveva allora avviato la procedura di adesione al FMI, e la prospettiva di una sua ammissione veniva considerata come un probabile elemento decisivo per poter nuovamente accedere come mutuatario ai mercati internazionali dei capitali, nonostante il generale clima di nervosismo del mercato per il rischio connesso all'esposizione verso tutti i paesi dell'Europa orientale. Con il sostegno di un limitato gruppo di banche centrali, la BRI ha potuto mettere a disposizione della Banca Nazionale di Ungheria un credito di \$ USA 100 milioni. Tuttavia, con l'evolversi delle condizioni di mercato questa operazione relativamente modesta si è dimostrata insufficiente e in maggio, allorché l'Ungheria è divenuta membro effettivo del FMI, un gruppo

molto più ampio di banche centrali ha fornito un ulteriore credito di \$USA 110 milioni; entrambi questi crediti sono stati rimborsati prima della fine dell'esercizio finanziario della Banca. Nel settembre 1982, tuttavia, dato il permanere di condizioni di mercato sfavorevoli ai mutuatari ungheresi, nonostante l'adozione di un severo programma di aggiustamento interno, è parsa opportuna un'ulteriore assistenza finanziaria della BRI e delle banche centrali ed è stato messo a disposizione un nuovo credito di \$USA 300 milioni, parimenti già rimborsato.

Frattanto, nell'estate del 1982 si era prodotto un rapidissimo deterioramento della posizione esterna del Messico che rischiava di scuotere la fiducia del mercato. Agli inizi di agosto le autorità statunitensi avevano intrapreso autonomamente un'azione di emergenza per fornire le risorse necessarie ad evitare una cessazione dei pagamenti da parte del Messico. Per il tramite della BRI è stata quindi sollecitata l'assistenza di altre importanti banche centrali e in brevissimo tempo è stato possibile predisporre un credito di \$USA 925 milioni a favore della Banca del Messico, parallelamente ad un credito di pari ammontare accordato direttamente dalle autorità monetarie statunitensi. Queste linee di credito sono state messe a disposizione simultaneamente in tre *tranches*: la prima alla conclusione dell'accordo alla fine di agosto, la seconda dalla metà di novembre del 1982, allorché è apparso chiaramente che l'elaborazione di un programma di stabilizzazione da parte delle autorità messicane d'intesa con il FMI era in fase avanzata, e l'ultima dalla metà di dicembre del 1982, quando il FMI ha approvato il suo prestito al Messico.

Gli sforzi delle banche centrali e del FMI per arginare la crisi connessa alle difficoltà del Messico, pur assicurando una tregua benefica ed indispensabile, non hanno potuto impedire che i mercati mostrassero una crescente inquietudine per la situazione di altri paesi latino-americani con elevati livelli di indebitamento internazionale. L'attenzione si è concentrata sul Brasile, le cui esigenze di liquidità sono divenute sempre più difficili da soddisfare nelle condizioni di nervosismo susseguenti alla crisi messicana. Le autorità brasiliane hanno giudicato essenziale un programma patrocinato dal FMI e in autunno hanno avviato i negoziati con il Fondo. Nel novembre 1982, di fronte a un grave deterioramento della situazione, le autorità statunitensi sono nuovamente intervenute per fronteggiare la situazione d'emergenza. Al tempo stesso, è stato chiesto alla BRI se era disposta a prefinanziare alcuni dei prelievi che il Brasile prevedeva di poter effettuare presso il FMI nel corso del 1983. Con il concorso di un vasto gruppo di banche centrali, comprese questa volta le autorità monetarie statunitensi, è stato concesso alla banca centrale del Brasile un credito di prefinanziamento dell'ammontare iniziale di \$USA 1.200 milioni, elevato poco tempo dopo a \$USA 1.450 milioni. I primi rimborsi sono stati effettuati prima della fine dell'esercizio finanziario della Banca.

I problemi di liquidità dell'Argentina non sono sorti così improvvisamente come quelli del Messico o del Brasile; nondimeno essi hanno suscitato notevoli apprensioni sui mercati e quindi anche presso il FMI e le banche centrali. Con il sostegno di un certo numero di banche centrali, e in particolare della Federal Reserve degli Stati Uniti, in dicembre la BRI ha messo a disposizione dell'Argentina un credito *stand-by* per \$USA 500 milioni. Era previsto che i prelievi su questa linea di credito (venuta a scadenza il 31 maggio 1983) sarebbero stati rimborsati mediante i proventi di un prestito del Fondo.

L'ultimo esempio di cooperazione finanziaria delle banche centrali realizzata per il tramite della BRI di cui va fatta menzione è la linea di credito per \$USA 500 milioni a favore della Banca Nazionale di Jugoslavia, negoziata verso la fine del trascorso esercizio finanziario. Da qualche tempo la posizione esterna della Jugoslavia si era andata gradualmente deteriorando e per questo paese era divenuto praticamente impossibile ottenere nuovi finanziamenti dal mercato, fattosi molto cauto dopo i recenti sviluppi concernenti l'Europa orientale e l'America Latina. Tuttavia, i problemi di finanziamento della Jugoslavia non apparivano tanto di natura transitoria, quanto piuttosto di medio periodo. Il FMI intratteneva già regolari contatti con le autorità jugoslave ed aveva in effetti concordato un credito *stand-by*; tuttavia l'attuazione di un programma di stabilizzazione da parte della Jugoslavia si era rivelato molto difficile. È stata presa una nuova iniziativa a livello governativo per un'azione concertata intesa a fornire un'assistenza a medio termine alla Jugoslavia. Nel frattempo la Banca Nazionale di Jugoslavia si era rivolta alla BRI nell'intento di ottenere un credito di prefinanziamento in vista di future erogazioni del FMI e di alcuni crediti finanziari nel quadro del programma intergovernativo di assistenza. La linea di credito di \$USA 500 milioni è garantita in parte da un gruppo di banche centrali, comprese le autorità monetarie statunitensi, e in parte da un deposito in oro della Banca Nazionale di Jugoslavia presso la BRI.

* * *

Gli importi in essere nel quadro di queste linee di credito appaiono in Bilancio sotto la voce "Depositi vincolati e anticipazioni". Essi non sono indicati separatamente, né è previsto che lo siano in futuro.

2. Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali

Lo scorso anno la Banca ha continuato a svolgere il suo ruolo tradizionale nel promuovere la cooperazione monetaria internazionale. Oltre alle regolari riunioni a Basilea dei Governatori delle banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci 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. Il Comitato permanente sull'euromercato, in conformità dell'incarico conferitogli nell'aprile 1980 dai Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci, ha continuato a seguire sistematicamente gli sviluppi dell'attività bancaria internazionale. Lo scorso anno le riunioni del Comitato hanno assunto crescente importanza dopo che in alcuni importanti paesi mutuatari erano sorti acuti problemi connessi all'indebitamento esterno che avevano accresciuto l'esigenza di vigilanza ufficiale a causa delle ripercussioni di tali problemi sul funzionamento del sistema bancario internazionale. La Banca ha altresì continuato a raccogliere, analizzare e distribuire dati statistici concernenti gli sviluppi dell'attività bancaria internazionale e a mettere a disposizione il Segretariato per il Comitato per la regolamentazione e la vigilanza bancaria, costituito nel dicembre 1974 dai Governatori delle banche centrali dei paesi aderenti al Gruppo dei Dieci.

La Banca ha continuato a partecipare, in qualità di osservatore, ai lavori del Comitato interinale del Consiglio dei governatori del FMI per il Sistema monetario internazionale. Essa ha altresì partecipato, in veste di osservatore, alle riunioni dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e 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.

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, Giappone, Norvegia, Stati Uniti, Svezia e Svizzera); un gruppo incaricato di esaminare periodicamente le politiche monetarie perseguite dai paesi membri e il loro coordinamento a livello comunitario, nonché di effettuare studi *ad hoc* su particolari questioni (ad esempio, nel 1982 sulle prassi attuali seguite dai paesi CEE in materia di obiettivi monetari quantitativi).

Come negli anni precedenti, nel 1982-83 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 1982-83 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.

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 attentamente le politiche perseguite in tale ambito da alcuni paesi extracomunitari.

Nell'anno sotto rassegna, il lavoro compiuto dal Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, che fin dalla sua istituzione ha usufruito dei servizi di Segretariato forniti dalla Banca, si è concentrato su tre principali argomenti. In primo luogo, il Gruppo ha redatto un repertorio delle applicazioni realizzate o progettate presso i singoli partecipanti e degli elementi di *software* e *hardware* impiegati. In secondo luogo, esso ha iniziato un'analisi della probabile evoluzione nell'elaborazione dei dati nei prossimi quattro-sette anni, nell'intento di fornire alle banche centrali le informazioni sui cambiamenti che tale evoluzione potrebbe comportare. Infine, il Gruppo ha completato la revisione del manuale sulla sicurezza e affidabilità dei sistemi elettronici di pagamento ed ha iniziato uno studio sui sistemi nazionali di telecomunicazione nell'esecuzione di operazioni finanziarie, con particolare riferimento ai problemi di sicurezza.

La Banca ha continuato a fornire i servizi di Segretariato per il Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento, che nell'autunno 1982 ha portato a termine l'incarico inizialmente conferitogli di riferire sulle ripercussioni che l'applicazione di nuove tecnologie nei pagamenti nazionali e internazionali può avere sulla struttura dei sistemi bancari e sulle stesse banche centrali. Il mandato è stato recentemente rinnovato al Gruppo, conferendogli l'incarico di esaminare e segnalare gli sviluppi futuri nel campo dei pagamenti.

Durante lo scorso anno sono stati compiuti ulteriori progressi nello sviluppo della banca dei dati della BRI. Tutte le banche centrali partecipanti dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera hanno preso le necessarie misure per stabilire collegamenti in telecomunicazione con il centro elettronico della BRI. Ciò permetterà, in un congruo lasso di tempo, di realizzare uno dei principali scopi del progetto, e cioè lo scambio rapido di dati monetari ed economici tra le banche centrali e la BRI. La maggior parte delle banche centrali ha ampliato il volume delle serie statistiche comunicate e alcune si stanno accingendo a trasmettere i dati sull'euromercato attraverso i collegamenti in telecomunicazione. 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 anche avviati programmi per migliorare i manuali e gli altri strumenti destinati agli utenti, nonché le possibilità di accesso, in vista della piena operatività della banca dei dati.

3. Operazioni della Banca

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1983, certificati dai revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro.¹

* * *

¹ Il franco oro (abbreviato F. oro) equivale a gr. 0,29032258 ... di oro fino – Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di \$USA 208 per oncia di fino (ossia secondo l'equivalenza 1 franco oro = \$USA 1,941 49 ...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Il totale di bilancio al 31 marzo 1983	F. oro 20.357.855.817
ammontava a	
contro, al 31 marzo 1982,	F. oro 19.056.758.395
Si è pertanto registrato un aumento di	<u>F. oro 1.301.097.422</u>

dopo le diminuzioni registrate nei due precedenti esercizi finanziari, e soprattutto nel 1980-81. Senza il deprezzamento in termini di franchi oro della maggior parte delle monete diverse dal dollaro USA, in cui sono parzialmente detenute le risorse della Banca, l'aumento sarebbe stato leggermente più pronunciato.

Un'analisi dell'evoluzione del totale di bilancio durante il trascorso esercizio finanziario mostra che esso è calato progressivamente durante i primi sei mesi, toccando il livello più basso, cioè F. oro 18.497 milioni, alla fine di settembre, con modeste oscillazioni mensili.

La flessione è stata accentuata dal deprezzamento delle monete diverse dal dollaro USA, il valore delle quali alla fine di settembre stava raggiungendo il livello più basso registrato durante l'esercizio finanziario, di fatto toccato in ottobre.

Per contro, durante i successivi sei mesi, l'andamento si è invertito e il totale della situazione mensile dei conti ha toccato alla fine di dicembre il livello più alto dell'esercizio, cioè F. oro 20.781 milioni, grazie all'afflusso di considerevoli fondi al termine dell'anno.

BRI: Totali di bilancio negli ultimi quattro esercizi finanziari

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Totale di bilancio	Variazione rispetto all'esercizio precedente	
	milioni di franchi oro		percentuali
1980	24.409	+ 5.308	+ 28
1981	19.726	- 4.683	- 19
1982	19.057	- 669	- 3
1983	20.358	+ 1.301	+ 7

Nel Bilancio non sono compresi:

- 1) gli effetti e gli altri titoli detenuti in custodia per conto di banche centrali e di altri depositanti;
- 2) le attività detenute in virtù delle funzioni svolte dalla Banca (come Terzo designato o Fiduciario) in connessione con prestiti internazionali;
- 3) le partite contabili derivanti dalle funzioni della Banca quale Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria, di cui al successivo paragrafo 6.
- 4) l'oro in custodia presso la BRI per conto di depositanti, che al 31 marzo 1982 ammontava a 1.290 milioni di franchi oro e raggiungeva 1.641 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio, con un incremento relativamente cospicuo di 351 milioni.

PASSIVO (COMPOSIZIONE DELLE RISORSE)

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

(dopo la ripartizione dell'utile netto d'esercizio proposta all'Assemblea generale ordinaria)

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale di bilancio
	milioni di franchi oro			
1980	887	23.239	283	24.409
1981	937	18.539	250	19.726
1982	967	17.778	292	19.057
1983	1.037	18.987	334	20.358

A. Capitale, riserve e passività diverse

a) Capitale versato F. oro 295.703.125

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

b) Riserve

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

1) *Fondo di riserva legale* F. oro 30.070.313

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

2) *Fondo di riserva generale*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1982-83 F. oro 457.152.793

contro 437,2 milioni di franchi oro al 31 marzo 1982; 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*

il relativo importo di F. oro 21.530.055

è rimasto invariato rispetto alla fine del precedente esercizio.

4) *Fondo di riserva libero*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1982-83 F. oro 232.730.236

contro 202,7 milioni di franchi oro al 31 marzo 1982; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è di 30 milioni di franchi.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1982-83 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F. oro 741.483.397

contro 691,5 milioni di franchi oro all'inizio dell'esercizio, con un aumento di 50 milioni. Alla fine del precedente esercizio un ammontare analogo era stato trasferito dall'utile alle riserve.

c) Partite varie F. oro 317.761.879

rispetto a 274,6 milioni di franchi oro al 31 marzo 1982, con un aumento di 43,1 milioni.

d) Conto profitti e perdite, *prima* della ripartizione F. oro 65.826.173

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1982-83.

I particolari delle proposte di ripartizione dell'utile netto, in conformità delle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, sono riportati nella Sezione 4 di questo capitolo. In particolare, è previsto che un importo di 15.826.173 franchi oro, che appare dal lato del passivo del Bilancio (rispetto a 16.938.821 franchi oro nel precedente esercizio) sia accantonato a fronte del dividendo di 135 franchi svizzeri per azione pagabile il 1° luglio 1983; 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
	1982	1983	
	milioni di franchi oro		
Depositi di banche centrali	17.396	18.474	+ 1.078
Depositi di altri depositanti	382	513	+ 131
Totale	17.778	18.987	+ 1.209

L'aumento nel totale di bilancio ha soprattutto rispecchiato l'afflusso di nuovi depositi sia di banche centrali sia di altri depositanti.

Questa variazione può essere integralmente ascritta all'afflusso di nuovi fondi in dollari USA, controbilanciato in misura modesta da una riduzione globale delle risorse in altre monete, in particolare in marchi tedeschi, e in oro.

Per quanto concerne i "Depositi di altri depositanti", va sottolineato che questa voce comprende non solo i depositi convenzionali, come quelli delle organizzazioni internazionali, ma anche i fondi a breve mutuati sul mercato. La quota dei "Depositi di banche centrali" sul totale dei fondi mutuati ha subito una leggera flessione, dal 97,9 al 97,3%.

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
	1982	1983		1982	1983		1982	1983	
milioni di franchi oro									
A vista	4.662	4.355	- 307	362	1.096	+ 734	5.024	5.451	+ 427
Fino a tre mesi	29	145	+ 116	11.122	12.049	+ 927	11.151	12.194	+ 1.043
Ad oltre tre mesi	-	-	-	1.603	1.342	- 261	1.603	1.342	- 261
Totale	4.691	4.500	- 191	13.087	14.487	+ 1.400	17.778	18.987	+ 1.209

Come mostra la tabella, i depositi in oro sono diminuiti, mentre sono aumentati quelli in valuta. Sul totale dei fondi mutuati la quota dei depositi in oro è calata pertanto dal 26,4 al 23,7%, mentre quella dei depositi in valuta si è accresciuta dal 73,6 al 76,3%.

La percentuale dei depositi a vista sul totale dei depositi ricevuti è aumentata leggermente, passando dal 28,3 al 28,7%, mentre quella dei depositi vincolati si è ridotta dal 71,7% al 71,3%.

a) Depositi in oro F. oro 4.500.209.288

Poiché la flessione dei depositi a vista è stata molto maggiore dell'aumento dei depositi vincolati, il volume complessivo di questi depositi ha registrato una diminuzione.

b) Depositi in valuta F. oro 14.486.871.955

Questa posta, che alla fine del precedente esercizio finanziario aveva registrato una flessione del 5,6%, è aumentata del 10,7%. In termini di scadenze, si può osservare una tendenza verso l'accorciamento. In effetti, i depositi a vista e quelli fino a tre mesi sono aumentati, mentre i depositi vincolati ad oltre tre mesi hanno subito una sensibile contrazione: essi rappresentano ora solo il 9,3% del totale dei depositi in valuta, rispetto al 12,2% dell'esercizio precedente.

ATTIVO (IMPIEGO DELLE RISORSE)

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

a) Oro F. oro 5.184.447.789

contro 5.479 milioni di franchi oro all'inizio dell'esercizio finanziario, con una flessione di 295 milioni, pari al 5,4%. Questa variazione è derivata dai prelievi netti di oro, nonché dai rimborsi di determinati quantitativi di oro a varie banche centrali alla data di scadenza di operazioni di riporto in oro, acquistato a pronti, contro valute. Tuttavia, questi deflussi di oro sono stati parzialmente compensati dalla liquidazione, alla scadenza, di impieghi a termine fisso (cfr. il successivo punto d).

BRI: Composizione delle attività a vista e di altri investimenti

Natura	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione	
	1982	1983	milioni di franchi	
Attività a vista				
Oro	5.479	5.184	- 295	
Valute	11	17	+ 6	- 289
Buoni del Tesoro				
Valute		417		+ 57
Depositi vincolati ed anticipazioni				
Oro	58	21	- 37	
Valute	11.561	12.751	+ 1.190	+ 1.153
Altri titoli				
Valute		1.471		+ 413
Totale				
Oro	5.537	5.205	- 332	
Valute	13.460	15.126	+ 1.666	+ 1.334

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F. oro 16.549.485
rispetto a 11 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio finanziario.

c) Buoni del Tesoro F. oro 473.813.075
rispetto a 417 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio finanziario, con un aumento di 57 milioni, ossia del 13,7%. Nel 1981-82 questa voce era aumentata di 191 milioni di franchi oro in seguito ad operazioni di cessione temporanea concluse con una banca centrale. Al 31 marzo 1983 il volume delle operazioni in essere di questo tipo superava quello della fine del precedente esercizio. In aggiunta, sono stati effettuati acquisti di titoli a breve emessi dal governo tedesco, la cui liquidità è assicurata da un'opzione di rivendita a favore della Banca. L'aumento nella voce "Buoni del Tesoro" è il risultato netto di questi due movimenti e di una leggera contrazione nel portafoglio di buoni del Tesoro degli Stati Uniti.

d) Depositi vincolati ed anticipazioni F. oro 12.772.419.034
rispetto a 11.619 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio finanziario, con aumento di 1.153 milioni, ossia del 9,9%, che rappresenta la differenza tra un aumento dei collocamenti in valuta e una riduzione dei collocamenti in oro sotto forma di depositi a scadenza fissa.

Come nel caso dei nuovi depositi ricevuti in valuta, la maggior parte dei collocamenti è stata effettuata in dollari USA. Analogamente si può notare una flessione degli impieghi in marchi tedeschi. Durante il passato esercizio finanziario sono stati effettuati per la prima volta collocamenti in DSP (diritti speciali di prelievo) come unità di conto.

Il volume dei crediti accordati alle banche centrali, come già menzionato all'inizio del presente capitolo, è aumentato in misura cospicua.

e) Altri titoli

F. oro 1.884.131.957

rispetto a 1.471 milioni di franchi oro al 31 marzo 1982, con un incremento di 413 milioni che rappresenta un accresciuto volume di certificati di deposito emessi da banche situate negli Stati Uniti, di titoli del Tesoro americano e di obbligazioni del settore pubblico.

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

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

Vita residua	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1982	1983	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi	8.988	11.275	+ 2.287
Ad oltre tre mesi	4.102	3.381	- 721
Totale	13.090	14.656	+ 1.566

La tabella evidenzia un generale accorciamento nella scadenza degli impieghi. In effetti, l'aumento dei fondi investiti fino a tre mesi è stato molto maggiore del totale dei nuovi collocamenti. Essa mostra altresì uno spostamento dei fondi dagli impieghi ad oltre tre mesi verso quelli a più breve termine.

Va tuttavia notato che la riduzione dei fondi investiti ad oltre tre mesi ha riguardato interamente i depositi vincolati e le anticipazioni.

Mentre le operazioni del primo gruppo - fino a tre mesi - rappresentavano il 68,7% del totale alla fine di marzo del 1982, e costituiscono ora il 76,9%, quelle del secondo gruppo sono calate dal 31,3 al 23,1%.

f) Partite varie

F. oro 26.494.476

Questa voce, che ammontava a 60 milioni al 31 marzo 1982, ha registrato una flessione di quasi 34 milioni dovuta a rettifiche contabili.

Operazioni a termine in oro

Queste operazioni, cui si fa riferimento alla nota 2 in calce al Bilancio, hanno registrato un saldo passivo di F. oro 42.871.313 rispetto ad un saldo passivo di 184 milioni all'inizio dell'esercizio finanziario.

La differenza di 141 milioni va attribuita, in particolare, alla scadenza di operazioni stipulate con banche centrali sotto forma di riporti in oro (ricevuto a pronti).

4. Ripartizione dell'utile netto

I conti relativi al cinquantatreesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1983, presentano un risultato netto di gestione di 66.643.810 franchi oro a fronte di 67.796.486 franchi oro per l'esercizio finanziario precedente. Nonostante l'aumento del volume dei fondi a disposizione della Banca per impieghi, sia il rendimento sui mezzi propri detenuti in valuta sia i margini sui fondi ricevuti in prestito, sono stati inferiori a quelli del 1981-82, a causa della flessione dei tassi di interesse sulla maggior parte dei mercati.

Il risultato di gestione è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 15.869.433 franchi oro; l'aumento relativamente modesto rispetto all'importo di 15.751.675 franchi oro dell'esercizio precedente riflette la flessione intervenuta durante l'anno nel valore in franchi oro del franco svizzero, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca. In termini di franchi svizzeri le spese complessive di amministrazione hanno segnato un incremento del 7% circa.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 817.637 franchi oro allo "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione". A seguito del suddetto trasferimento, l'utile netto ammonta a 65.826.173 franchi oro, contro 66.938.821 franchi oro 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 65.826.173 franchi oro nel modo seguente:

- 1) un importo di 15.826.173 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 135 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 20.000.000 di franchi oro al Fondo di riserva generale;
- 3) un importo di 30.000.000 di franchi oro, rappresentante il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo verrà corrisposto il 1° luglio 1983 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1983.

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 1983, e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

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

Con un'unica eccezione, tutti gli altri 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 sono stati rimborsati entro il 1° aprile 1983.

Durante l'esercizio finanziario 1982-83, per il servizio dei prestiti garantiti la Banca ha ricevuto l'equivalente di circa 26.000 franchi oro in conto interessi e circa 293.000 franchi oro per rimborsi. A fine esercizio, l'importo dovuto a fronte dell'unico prestito in essere, cioè il prestito garantito di F lux 100.000.000 al 5¼% (15° serie) 1961-86, si era ridotto all'equivalente di circa 231.000 franchi oro.

Per quanto concerne le funzioni di Fiduciario svolte dalla Banca per le nuove obbligazioni emesse dal governo della Repubblica federale tedesca - ai termini dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953 - a fronte del Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (prestito Young), si rimanda al Capitolo VIII della cinquantesima Relazione annuale della Banca.

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

La Banca ha continuato a svolgere le funzioni, assunte a partire dal 1° giugno 1973, di Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria. Questa istituzione fu creata il 6 aprile 1973 dagli stati membri della Comunità economica europea allo scopo di amministrare il sistema comunitario dei tassi di cambio (il cosiddetto "serpente") introdotto nell'aprile 1972, e le linee di credito reciproco già esistenti o istituite in connessione con il "serpente". Questa attività si è ampliata in seguito all'attuazione, nel marzo e 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. Nel periodo dal 1° aprile 1982 al 31 marzo 1983 questi interventi sono ammontati complessivamente a ECU 5,5 miliardi circa;

- 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 che non partecipa allo SME), consistenti nel trasferimento di ECU a tali istituzioni in contropartita del 20% delle loro disponibilità auree e del 20% delle loro riserve lorde in dollari USA. Queste operazioni di *swap* sono rinnovate ogni tre mesi ed in tale occasione vengono effettuati i necessari aggiustamenti, 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. Al 31 marzo 1983 il Fondo aveva emesso a questo titolo un totale di circa ECU 47 miliardi, equivalenti a poco più di \$ USA 43 miliardi al tasso di cambio corrente a quella data;
 - affida alle rispettive banche centrali, in nome del Fondo, la gestione delle attività in oro e in dollari USA trasferite al Fondo medesimo;
 - effettua il trasferimento di ECU tra i conti di "riserve in ECU" delle banche centrali, particolarmente in relazione: al regolamento dei saldi debitori e creditori originati dagli interventi effettuati nel quadro del meccanismo dei tassi di cambio dello SME, alle transazioni volontarie tra le banche centrali partecipanti allo SME e al pagamento di interessi computati sulle posizioni nette in ECU delle banche centrali. Nel periodo sotto rassegna l'ammontare lordo di questi trasferimenti è stato di ECU 10,7 miliardi circa.
 - c) La Banca registra nella contabilità del Fondo le operazioni effettuate in connessione con l'accordo di sostegno monetario a breve termine. Questa linea di credito, istituita nel febbraio 1970, non è stata più attivata dal 1974, allorché vi fece ricorso la Banca d'Italia.
- 2) Nella sua funzione di Agente del Fondo per l'amministrazione delle operazioni finanziarie attive e passive concluse dalla Comunità in conformità dei regolamenti adottati dal Consiglio delle Comunità europee nel febbraio 1975, la Banca è principalmente responsabile delle seguenti mansioni:
- esecuzione dei pagamenti connessi con le operazioni finanziarie attive e passive per mezzo dei conti che il Fondo ha aperto a suo nome presso la Banca; tali conti sono peraltro puramente di transito, in quanto le somme ricevute dal Fondo in base agli accordi di credito conclusi dalla Comunità vengono trasferite con la stessa data di valuta ai destinatari finali;
 - registrazione di tali operazioni finanziarie nei libri contabili del Fondo;

- controllo delle scadenze stabilite dai contratti relativi alle operazioni finanziarie attive e passive per il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale;
- comunicazione alla Commissione delle Comunità europee delle operazioni compiute per conto della CEE.

Durante l'esercizio finanziario 1982-83 la Banca, nella sua funzione di Agente del Fondo, ha effettuato il pagamento di interessi maturati e di commissioni, nonché vari rimborsi per un totale di \$ USA 630 milioni e di DM 500 milioni. Con i suddetti rimborsi e quelli effettuati negli anni precedenti, la maggior parte dei prestiti collocati dalla Comunità economica europea nel 1976 e nel 1977 è stata rimborsata. Rispetto ad un totale di operazioni inizialmente ammontante a \$ USA 1,6 miliardi e DM 0,5 miliardi, il saldo attualmente in essere non supera \$ USA 300 milioni. Questo importo rappresenta la seconda *tranche* di un prestito di \$ USA 500 milioni collocato nel 1976 ed i cui proventi sono stati prestati all'Italia. Questa *tranche* reca un tasso d'interesse fisso del 7,75% e giungerà a scadenza il 1° giugno 1984.

7. I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione

Il Signor Lars Wohlin ha lasciato la carica di Governatore della Banca di Svezia nell'ottobre 1982, e in pari tempo ha cessato di far parte del Consiglio di amministrazione della BRI. Nella riunione del Consiglio del 9 novembre 1982 il Presidente ha ringraziato il Signor Wohlin per i preziosi servizi resi alla Banca durante il periodo di quasi tre anni del suo mandato.

Nella stessa riunione, il nuovo Governatore della Banca di Svezia, Signor Bengt Dennis, è stato eletto alla carica di Consigliere, in conformità dell'articolo 27(3) dello Statuto, con un mandato che verrà a scadenza il 31 marzo 1984.

Sempre nel corso della riunione di novembre del Consiglio, il Signor Bernard Clappier, il cui mandato di Consigliere veniva a scadenza il 27 novembre 1982, è stato riconfermato nell'incarico dal Signor Renaud de la Genière, Governatore della Banca di Francia, in base all'articolo 27(2) dello Statuto, per un periodo di tre anni.

Il mandato del Dott. Fritz Leutwiler in qualità di Consigliere veniva a scadere il 31 marzo 1983. Nella riunione del Consiglio dell'8 marzo 1983 egli è stato rieletto a questa carica, in base all'articolo 27(3) dello Statuto, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 marzo 1986.

CONCLUSIONI

Il mondo è posto oggi di fronte a due grandi problemi immediati di politica economica: come far sí che l'incipiente ripresa economica nei paesi industriali dell'Occidente proceda senza ostacoli, e come mantenere entro limiti controllabili la situazione dell'indebitamento internazionale. Al di là di ciascuno di questi pressanti problemi attuali se ne profilano altri, a piú lungo termine, ugualmente ardui: in primo luogo, come impostare le politiche affinché la ripresa sfoci in una crescita duratura e non inflazionistica; in secondo luogo, in che modo affrontare le difficoltà prettamente "sistemiche" poste in luce dai recenti sviluppi sui mercati finanziari internazionali.

E' fuor di dubbio che il mondo industrializzato occidentale necessita di per sé di un rilancio economico generale e sostenuto. Salvo poche eccezioni, la disoccupazione ha raggiunto in tutti i paesi livelli inaccettabili. Data la prevedibile evoluzione dell'offerta di lavoro e della produttività, soltanto una ripresa della crescita potrà impedire che la disoccupazione continui addirittura ad aumentare; e anche un obiettivo cosí modesto sarà conseguibile soltanto dopo uno o due anni di espansione economica. Benché la posizione finanziaria del settore delle imprese abbia iniziato a mostrare un certo miglioramento, la fragilità finanziaria sul piano interno potrà essere superata soltanto con lentezza. Infine, in assenza di prospettive di crescita economica, e fintantoché i tassi d'interesse reali permangono relativamente elevati, è possibile che le imprese preferiscano utilizzare i loro accresciuti flussi di autofinanziamento per ridurre l'indebitamento piuttosto che per effettuare nuovi investimenti.

Tuttavia va altresí sottolineato che vi è una stretta interrelazione fra la situazione economica presente nel mondo industrializzato dell'Occidente e le difficoltà incontrate da un gran numero di paesi mutuatari nel servizio del debito esterno. E' vero che fin dal 1978 alcuni paesi dell'Europa orientale e dell'America Latina avevano iniziato ad accumulare passività esterne ad un ritmo che sarebbe risultato comunque insostenibile, a meno di circostanze economiche mondiali eccezionalmente favorevoli. Tuttavia, i problemi connessi all'indebitamento esterno non avrebbero assunto proporzioni cosí gravi, né avrebbero riguardato un cosí grande numero di paesi, se non si fosse accresciuta enormemente la quota di risorse assorbite dal servizio del debito, in seguito al deterioramento delle ragioni di scambio, alla contrazione dei mercati di esportazione e, soprattutto, al fortissimo aumento dei tassi d'interesse. Per converso, benché la persistenza per diversi anni di una situazione quasi di ristagno nei paesi industriali non possa in alcun modo essere imputata ad un calo della domanda proveniente dal resto del mondo, la piú recente flessione delle importazioni da parte dei paesi dell'Europa orientale e dei paesi in via di sviluppo ha certamente contribuito a ritardare il tanto atteso rilancio economico. E, in una prospettiva futura, è difficile prevedere una ripresa generale e durevole nel mondo occidentale finché non saranno radicalmente dissipati i timori circa le conseguenze finanziarie potenzialmente deleterie di una crisi debitoria mondiale.

Fra i problemi enunciati esiste inoltre un'interrelazione temporale, che non facilita affatto le decisioni di politica economica. Il modo in cui vengono trattati

oggi i problemi dell'indebitamento esterno potrebbe determinare quali strade resteranno aperte per il finanziamento futuro delle bilance dei pagamenti. Le politiche poste in atto oggi per accelerare la ripresa economica potrebbero ripercuotersi negativamente sulla situazione futura, mettendo a repentaglio l'obiettivo a lungo termine di uno sviluppo stabile e non inflazionistico. I responsabili della politica economica dovranno pertanto evitare una duplice insidia: quella di adottare provvedimenti dettati dalla necessità di fronteggiare una situazione di emergenza, trascurando però il loro impatto a più lungo termine; e quella di concentrarsi talmente su obiettivi di lungo periodo da relegare ad un ruolo secondario gli imperativi di quella che tuttora è una situazione di emergenza, ossia la persistente fragilità finanziaria internazionale.

Alla luce di queste considerazioni di carattere generale, quali raccomandazioni di politica economica possono essere formulate dalla BRI?

La ripresa economica potrebbe – e dovrebbe – essere condotta soltanto da quei paesi che in larga misura sono già riusciti a porre sotto controllo l'inflazione e che beneficiano di un certo grado di libertà dai vincoli di bilancia dei pagamenti. Un elemento inequivocabilmente positivo è che quattro fra i maggiori paesi industriali – Stati Uniti, Giappone, Germania federale e Regno Unito, con un PNL complessivo di \$ 5.300 miliardi (quasi pari alla metà del prodotto mondiale) – si trovano in questa situazione. Sia gli Stati Uniti sia il Regno Unito hanno conseguito una spettacolare riduzione dei rispettivi tassi d'inflazione; il Giappone è prossimo alla stabilità assoluta dei prezzi; e la Germania, paese in cui già da lungo tempo l'inflazione è stata comunque mantenuta entro limiti relativamente modesti, ha anch'essa iniziato a muoversi nella stessa direzione. La posizione delle partite correnti del Giappone, della Germania e del Regno Unito è, a dir poco, soddisfacente. Ciò non vale per gli Stati Uniti; considerata tuttavia la situazione politica mondiale, e anche se dovesse esservi una riduzione, peraltro fortemente auspicabile, dell'attuale differenziale dei tassi d'interesse a favore del dollaro, gli Stati Uniti dovrebbero essere in grado di sopportare per qualche tempo un considerevole disavanzo delle partite correnti. Il recente calo del prezzo del petrolio non può che migliorare la posizione di tutti e quattro i paesi nella lotta all'inflazione, nonché la bilancia dei pagamenti correnti di tre di essi.

Il rilancio economico in questi paesi dovrebbe essere specificamente indotto dall'espansione della domanda interna. Gli altri paesi, a parte un numero limitato di eccezioni, presentano disavanzi nei pagamenti correnti e, a questo stadio, non sono evidentemente in grado di contribuire alla crescita del commercio mondiale. Per contro, diversi paesi fortemente indebitati sono, per forza di cose, simultaneamente costretti a perseguire politiche di aggiustamento che non possono dare frutti senza una ripresa della domanda esterna dei loro prodotti di esportazione. E' nell'interesse di tutti che la contropartita di questa inevitabile azione restrittiva interna sia rappresentata dall'espansione interna nelle quattro economie industriali trainanti. Altrimenti, vi è il rischio che l'eliminazione dell'eccedenza OPEC apporti ben poco sollievo ai paesi che ne hanno maggiormente bisogno. Un mondo oberato di debiti e di problemi di fragilità finanziaria necessita non soltanto di "prestatori di ultima istanza" ma anche di "compratori di ultima istanza". Ciò impone ai paesi che ne hanno la possibilità il dovere di accantonare temporaneamente qualsiasi loro aspirazione a più lungo termine circa la posizione preferita di bilancia dei pagamenti.

Al momento della stesura di questa Relazione vi sono indicazioni di un affermarsi della ripresa della domanda interna negli Stati Uniti, nel Regno Unito e anche — in minor misura — negli altri due paesi. Vi sono molti "se" a riguardo del potenziale vigore della domanda dei consumatori e delle imprese; tuttavia il maggiore ostacolo che si frappone a una durevole ripresa economica è l'elevato livello dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, in particolare se raffrontato all'attuale modesto tasso d'inflazione. Negli Stati Uniti, tali tassi d'interesse potrebbero inibire la spesa in beni di consumo durevoli, rallentare la ripresa dell'edilizia residenziale e impedire un vigoroso incremento della spesa per investimenti. A livello internazionale la loro influenza è altrettanto nociva. Essi continuano a mantenere i tassi d'interesse negli altri paesi industriali a livelli eccessivi dal punto di vista dell'equilibrio interno — specialmente nel segmento a lungo termine del mercato — ponendo così un freno alla crescita economica di questi stessi paesi. Essi sono altresì alla base della perdurante sopravvalutazione del dollaro (e correlativamente della sottovalutazione di alcune altre monete) creando così una configurazione di bilance dei pagamenti correnti che potrebbe rivelarsi insostenibile nel più lungo periodo e al tempo stesso suscitare pressioni protezionistiche negli Stati Uniti. Va sottolineato, infine, che gli alti tassi d'interesse americani comportano la persistenza di eccessivi oneri in termini di interessi per tutti i paesi il cui indebitamento esterno è principalmente in dollari. Da ogni possibile angolo visuale, il compito più importante e più urgente della politica economica è quello di esercitare una pressione al ribasso sui tassi d'interesse negli Stati Uniti.

Ciò è evidentemente compito delle autorità statunitensi, e più precisamente — secondo il punto di vista di questa Relazione — di quelle preposte alla politica fiscale. Questo punto di vista si basa su due considerazioni. In primo luogo, è divenuto sempre più palese che la causa principale dell'elevato livello dei tassi d'interesse è l'attuale combinazione delle politiche negli Stati Uniti, dove la prospettiva di ampi e crescenti disavanzi strutturali del settore pubblico è in conflitto con una politica monetaria intesa a stabilizzare la crescita degli aggregati monetari. In secondo luogo, sarebbe pericoloso, in una prospettiva di più lungo periodo, iniziare a modificare questa combinazione delle politiche allentando bruscamente le redini della politica monetaria. Anche tenendo presenti le notevoli difficoltà nell'interpretare il forte aumento della domanda di attività finanziarie, la condiscendenza monetaria in presenza di un crescente fabbisogno finanziario del settore pubblico potrebbe ben suscitare l'impressione che le autorità americane non si curano del futuro andamento dell'inflazione; il che costituirebbe una ricetta sicura per rinfocolare le aspettative inflazionistiche. In assenza di un mutamento nell'indirizzo della politica fiscale, la Federal Reserve sarebbe senz'altro in grado di abbassare i tassi d'interesse a breve, ma è assai improbabile che essa riuscirebbe a mantenerli bassi. E ben poco potrebbe fare nei riguardi dei tassi a lungo termine. Per non pregiudicare il futuro e per creare le condizioni di una ripresa duratura, l'onere dell'iniziativa compete alla politica fiscale, mediante provvedimenti — preferibilmente nella sfera della spesa, ma se necessario anche in quella dell'imposizione fiscale — atti a dissipare le prospettive di un forte incremento della componente strutturale del fabbisogno di finanziamento del settore pubblico.

Un'iniziativa in questo senso negli Stati Uniti potrebbe ampliare il margine di manovra della politica economica negli altri tre paesi, qualora la ripresa delle loro economie dovesse apparire vacillante. Qualsiasi azione di politica economica dovrà

naturalmente tenere in considerazione le particolari circostanze esistenti in ciascuno di questi paesi. Tutti e tre presentano tuttavia talune caratteristiche comuni che differenziano la loro attuale situazione da quella degli Stati Uniti. Inoltre, il grado di libertà delle loro politiche potrebbe essere accresciuto considerevolmente da un cambiamento nell'indirizzo della politica fiscale negli Stati Uniti. Nessuno di questi paesi presenta disavanzi strutturali di bilancio delle dimensioni di quello che si prospetta negli Stati Uniti. In realtà, si potrebbe persino sostenere che nel Regno Unito vi è attualmente un'eccedenza strutturale. Seppure in vario grado, ciò potrebbe costituire il presupposto per moderate dosi di stimoli fiscali selettivi alla spesa privata per investimenti, avendo tuttavia ben cura di evitare che tali stimoli divengano un elemento permanente della politica fiscale. Non sarebbe neppure inopportuna un'espansione della spesa per investimenti del settore pubblico rispetto agli attuali bassi livelli, ma a condizione che essa sia controbilanciata da riduzioni di altre categorie di spesa pubblica, in particolare dei trasferimenti correnti. Anche nella sfera della politica monetaria i tre paesi in questione paiono beneficiare di una certa flessibilità operativa non ancora consentita al Federal Reserve Board degli Stati Uniti. Da molti anni la Germania vanta risultati di gran lunga più positivi degli Stati Uniti nella lotta all'inflazione; lo stesso vale, in epoca più recente, per il Giappone. Nessuno di questi due paesi ha adottato un approccio di rigorosa osservanza degli obiettivi monetari nel breve periodo, ed i rispettivi mercati finanziari non sono incorsi nell'errore di considerare veramente essenziale il rispetto a breve termine di un determinato valore di crescita della moneta. Per quanto riguarda il Regno Unito, la politica monetaria ha conseguito un certo grado di libertà proprio in virtù dell'orientamento fortemente restrittivo della politica fiscale.

Vi sono pochi dubbi sul fatto che una ripresa nei quattro grandi paesi industriali apporterebbe sollievo alle economie pesantemente indebitate del resto del mondo. Di fatto, vi sono crescenti indicazioni che tale ripresa ha già preso avvio. Inoltre, a causa del calo più rapido del previsto dei tassi d'inflazione e della recente flessione dei prezzi del petrolio, vi sono oggi più speranze che in qualsiasi altro momento dopo la prima crisi petrolifera che questa ripresa possa sfociare in un'espansione durevole e non inflazionistica. Ci si può tuttavia domandare se essa sarà abbastanza rapida, vigorosa e diffusa da contribuire a migliorare nei prossimi mesi la bilancia dei pagamenti correnti dei paesi deficitari. Ciò è tutt'altro che certo; e nell'ottica più generale della stabilità dell'economia mondiale nel suo complesso, è persino auspicabile che la ripresa economica sia graduale e pertanto sostenibile.

Se l'ipotesi di una ripresa lenta è al tempo stesso quella più probabile e più desiderabile, ne consegue che compiti gravosi sul piano internazionale incombono ai responsabili della politica economica e alle banche. Va detto anzitutto che, mentre è stata finora scongiurata una crisi debitoria internazionale — nel senso che i problemi del servizio del debito sono stati mantenuti entro limiti tali da impedire un loro influsso paralizzante a livello generale sul credito bancario e sul commercio internazionale — il sistema finanziario mondiale permane fundamentalmente fragile. A questo riguardo un sollievo temporaneo, ma di vitale importanza, è stato fornito con l'azione combinata di emergenza dei governi mutuanti, delle banche centrali, delle organizzazioni internazionali, delle banche creditrici e degli stessi paesi debitori. Il primo e più urgente compito è ora quello di preservare i risultati ottenuti, fintanto che la ripresa economica nei paesi industriali dell'Occidente non allevierà in modo più fondamentale la situazione dei paesi debitori. Il secondo

compito, meno urgente ma forse ancora più arduo, è quello di porsi in una prospettiva che vada al di là dei prossimi 6-12 mesi per tentare la soluzione dei problemi "sistemici" messi in risalto dai recenti sviluppi.

Prima di delineare il modo in cui potrebbe essere affrontato il primo problema, è forse utile rispondere brevemente ai dubbi espressi di recente circa l'opportunità dei programmi di salvataggio messi in atto nel 1982 e agli inizi del 1983. Il punto di vista su cui sono basati questi dubbi potrebbe essere così sintetizzato: sarebbe stato (o sarebbe tuttora) più saggio, al fine di preservare il corretto funzionamento dei mercati, lasciare che i paesi probabilmente non in grado di pagare gli interessi e il capitale fossero dichiarati insolventi, facendo ricadere le conseguenti perdite sugli incauti prestatori. In tal modo sia i mutuatari sia i creditori sarebbero in futuro assai più prudenti nel decidere di impegnarsi nuovamente in operazioni così rischiose.

Questo modo di ragionare, benché a prima vista plausibile, trascura alcuni elementi essenziali. Infatti, per analogia esso estende al mondo un principio che è sostenibile (entro certi limiti) se applicato a mutuatari e creditori privati operanti nel quadro di una economia di mercato entro i confini di un paese sovrano. Il primo di questi elementi è che quando un intero continente incorre in difficoltà nel servizio del debito, il problema assurge ad una dimensione mondiale. Le dichiarazioni di insolvenza su vasta scala potrebbero avere imprevedibili effetti nocivi non solo sull'intero sistema finanziario, ma anche sulle economie dei paesi creditori e degli altri paesi mutuatari. Fra l'altro, il fattore dimensione limita la validità del "principio della dichiarazione di insolvenza" anche nell'ambito di una economia nazionale; tuttavia in questo caso ci si può quanto meno attendere che il governo prenda delle contromisure per limitare l'entità del danno. Ma non vi è un governo mondiale. In secondo luogo, allorché le difficoltà nel servizio del debito sono dovute all'effetto congiunto di errori nella gestione della politica economica interna, di una grave recessione mondiale, di elevati tassi d'interesse e di politiche di credito bancario affette da una "sindrome della regionalizzazione", è praticamente impossibile sapere qual è il paese che in futuro sarà probabilmente incapace di far fronte al servizio del proprio debito. Tale capacità non è necessariamente in funzione dell'entità degli errori di gestione passati, ma può dipendere in misura ben maggiore dalle politiche future - sulle quali la comunità internazionale può esercitare un'influenza attraverso il FMI. In terzo luogo, un paese sovrano non è una impresa privata. Anche se dichiarato insolvente, non può essere posto in liquidazione come un ente privato in fallimento: esso continuerà ad esistere; le sue attività sull'interno non possono essere rilevate dai creditori, né essere vendute profittevolmente ad altri paesi. In altre parole, esso non può essere smembrato, "riorganizzato", "ristrutturato".

E' per queste ragioni che le operazioni di sostegno hanno un ruolo da svolgere nel tentativo di sormontare le attuali difficoltà incontrate sia dai debitori che dai creditori. Il successo durevole di queste operazioni dipende dall'azione concertata di tutti i maggiori attori sulla scena monetaria internazionale.

Il Fondo Monetario Internazionale deve essere in grado di proseguire la sua politica di erogazione di crediti di importo rilevante ma rigorosamente condizionati ai paesi deficitari, e l'accento va posto tanto su "di importo rilevante" quanto su "rigorosamente condizionati". Sono necessari prestiti di elevato ammontare per due motivi: in primo luogo, perché è passata l'epoca in cui ci si poteva aspettare che

modesti finanziamenti da parte del Fondo innescassero un'immediata reazione favorevole del mercato; oggi l'effetto catalizzatore del Fondo è infatti molto più debole, nel senso che sono necessari sostegni finanziari di maggiore ampiezza per indurre flussi addizionali di fondi privati. In secondo luogo, perché il peso dell'azione di aggiustamento che la maggior parte dei paesi deficitari deve accollarsi è veramente gravoso, in quanto determinato al tempo stesso da precedenti errori di politica economica e da un clima economico mondiale sfavorevole. Affinché i governi impongano il necessario ridimensionamento del livello di vita deve esservi una contropartita allettante, vale a dire un sufficiente incentivo ad accettare il disfavore politico di provvedimenti impopolari. L'unica contropartita che il Fondo può offrire (in aggiunta alla sua consulenza tecnica, che può ben essere utile, ma che ha scarso potere di persuasione in termini politici) è che il suo finanziamento sia sufficientemente ampio da fare uscire il paese dalle sue difficoltà attuali. Al tempo stesso una rigorosa condizionalità è necessaria in quanto i paesi debitori devono rendersi conto a) che una parte — più o meno grande — di queste difficoltà è dovuta ai propri errori di politica economica; b) che, in ogni caso, è poco probabile che il mondo ritorni ad alti tassi di crescita e, ancor meno, a tassi d'interesse reali negativi.

Affinché il Fondo sia posto in grado di attuare una siffatta politica devono essere soddisfatte due condizioni. La più ovvia è che esso disponga di risorse complessive sufficienti a far fronte all'insieme delle sue necessità. Se saranno rapidamente attuati gli aumenti concordati delle quote, e se verrà ratificato l'ampliamento dello schema di finanziamento nel quadro dei GAB, è probabile che questa prima condizione possa essere soddisfatta a breve termine. Entrambi i "se" dipendono in larga parte dall'atteggiamento dell'Amministrazione e del Congresso degli Stati Uniti. Si può tuttavia obiettare che, quand'anche fossero sormontati questi ostacoli, il Fondo potrebbe trovarsi di fronte a problemi di liquidità nel breve e finanche nel più lungo periodo. Dovrebbe essere data al Fondo stesso la capacità di risolvere tale problema potenziale, preferibilmente mediante il ricorso al credito di prestatori ufficiali. La seconda condizione è che il Fondo sia in grado di soddisfare il fabbisogno di finanziamento dei singoli paesi. Sarebbe difficile ottemperare a questa condizione se l'aumento del credito potenziale a disposizione dei vari paesi in seguito alla revisione delle quote fosse completamente neutralizzato da una riduzione del multiplo delle quote che può essere prelevato nel quadro dello Schema di finanziamento allargato del FMI.

Per quanto concerne i paesi con necessità di finanziamento esterno, il loro migliore contributo all'ordinato funzionamento dei mercati dei capitali è l'accettazione di un processo di aggiustamento interno. Ciò costituisce la necessaria, esatta contropartita della prosecuzione, da parte del Fondo, di una politica di crediti di rilevante importo ma soggetti a condizionalità. Per alcuni — forse per la maggioranza — dei paesi deficitari l'aggiustamento interno sarebbe divenuto comunque inevitabile, anche in circostanze economiche favorevoli a livello mondiale. Ma anche quei paesi in cui l'indebitamento esterno ha avuto come contropartita investimenti addizionali — persino in settori di esportazione — anziché la spesa per consumi devono rendersi conto che è al di là delle possibilità dei paesi industriali conseguire, in un prossimo futuro, tassi di crescita che convalidino in tutti i casi i loro stessi programmi d'investimento. Anche quei paesi dovranno pertanto accettare una riduzione dell'assorbimento interno di risorse. Sul piano

pratico nulla potrebbe pregiudicare più rapidamente l'efficacia delle misure di sostegno concertate a livello internazionale quanto il mancato rispetto da parte dei paesi mutuatari degli impegni di aggiustamento accettati nelle negoziazioni con il Fondo. Una tale mancanza potrebbe mettere gravemente in pericolo i programmi multilaterali di finanziamento concordati, spesso dopo lunghe trattative, sotto gli auspici del Fondo.

La situazione debitoria internazionale non può essere mantenuta sotto controllo senza l'attiva partecipazione delle banche — il terzo gruppo di principali attori sulla scena finanziaria internazionale. Tale attiva partecipazione dovrebbe ispirarsi a tre criteri. Nel caso dei paesi in gravi difficoltà, le banche dovrebbero conservare ulteriormente un atteggiamento di pacatezza — come in generale hanno fatto finora — nonostante il grande numero di sospensioni dei pagamenti, di moratorie unilaterali e di lunghe trattative per la rinegoziazione o la ristrutturazione del debito. In secondo luogo, le banche dovrebbero evitare di soggiacere alla "sindrome della regionalizzazione", un criterio questo al quale esse non hanno saputo attenersi altrettanto bene. Né i paesi latino-americani, né quelli dell'Europa orientale meritano che nei loro riguardi si faccia di ogni erba un fascio. In terzo luogo, le banche non dovrebbero interrompere in modo indiscriminato e su scala mondiale la concessione di nuovo credito internazionale, poiché un tale comportamento costituirebbe il modo più sicuro di aggiungere nuovi nomi alla lista dei paesi in difficoltà e di pregiudicare i propri interessi. Per la comunità bancaria occidentale, abituata ad una concorrenza serrata e — forse a causa di ciò — ad un certo gregarismo, l'adempimento della seconda e della terza raccomandazione costituisce un impegno assai arduo. E' auspicabile che essa sappia affrontarlo con la stessa efficienza e la stessa obiettività nel valutare il proprio interesse già mostrate nel trattare i casi dei paesi in gravi difficoltà.

Gli altri principali artefici della strategia concertata per evitare una crisi debitoria internazionale sono le autorità monetarie di un certo numero di paesi, le quali hanno agito essenzialmente attraverso la BRI. Lo scorso anno le banche centrali hanno accordato crediti di emergenza ad Argentina, Brasile, Ungheria, Messico e Jugoslavia mediante operazioni di prefinanziamento, destinate a concedere una certa tregua ai paesi con acuti problemi di liquidità esterna che stanno seriamente negoziando con il FMI schemi di finanziamento a più lungo termine a sostegno di appropriate politiche di aggiustamento. Su questa base, e nei limiti delle risorse a sua disposizione, la comunità delle banche centrali dei paesi industriali dell'Occidente ha così dimostrato collettivamente e nel modo più chiaro possibile la sua determinazione e capacità di intraprendere una pronta azione di fronte ai pericoli incombenti sul funzionamento del sistema finanziario internazionale.

Nonostante le molte difficoltà, si può ragionevolmente supporre che, grazie ad un'accorta gestione finanziaria e all'efficace cooperazione tra questi quattro gruppi di attori sulla scena finanziaria internazionale, possa effettivamente essere preservato lo *status quo*, finché la ripresa nei paesi industriali dell'Occidente non abbia migliorato le variabili economiche "fondamentali". Ma, al di là di questo obiettivo, restano da risolvere alcuni problemi prettamente sistemici che sono stati posti in evidenza, o addirittura creati, dai recenti sviluppi sui mercati finanziari internazionali. Tre di questi problemi — strettamente interdipendenti — meritano di essere sottolineati: la complessità delle relazioni fra le autorità e le banche, la

struttura per scadenze del credito bancario internazionale in essere e, soprattutto, la disponibilità di flussi internazionali di capitali per il finanziamento dei futuri disavanzi delle partite correnti. Benché l'importanza di questi problemi sia di per sé evidente, il modo di affrontarli dipende in misura tale dagli sviluppi in corso che a questo stadio parrebbe prematuro formulare raccomandazioni precise per la loro soluzione. Tuttavia, è di vitale importanza che i responsabili delle politiche li abbiano costantemente presenti nella trattazione corrente dei problemi esistenti.

Il primo punto concerne l'impatto potenziale delle operazioni di salvataggio finanziario sulle future relazioni fra gli organismi internazionali, le banche centrali, i paesi mutuatari e le aziende di credito. L'efficacia di queste operazioni è dipesa in passato, e dipenderà probabilmente in futuro, dalla stretta cooperazione fra tutti questi protagonisti della scena finanziaria internazionale; questa, come qualsiasi cooperazione, ha comportato inevitabilmente una crescente dipendenza reciproca che, a sua volta, ha in parte ridotto la loro libertà di azione. Ciò è valso in particolare per le banche, che in un certo numero di casi hanno accettato di mantenere, o addirittura di accrescere, la loro esposizione verso alcuni dei paesi in difficoltà. Esse hanno agito in tal senso riconoscendo giustamente che ciò dava le maggiori garanzie di un miglioramento nel lungo periodo della qualità dei crediti attualmente di dubbia esigibilità. Non va naturalmente dimenticato il ruolo attivo svolto dal FMI e da talune autorità nazionali nel sensibilizzare le banche sulle implicazioni macroeconomiche e macrofinanziarie del loro comportamento. Al tempo stesso è essenziale sgombrare ogni dubbio sul fatto che le banche rimangono, come lo sono sempre state, pienamente responsabili delle loro decisioni in materia di credito. Senza perdere di vista questo principio, si può nondimeno sostenere che per assicurare l'ordinato funzionamento del mercato finanziario internazionale potrà essere necessario in futuro continuare a ricercare nuovi tipi di cooperazione tra i suoi partecipanti. Vi è in questo campo una forte esigenza di idee innovatrici, senza che esse debbano necessariamente ispirarsi alle forme particolari di cooperazione impiegate nelle operazioni eccezionali di salvataggio recentemente attuate. Comunque, queste operazioni non dovranno assolutamente costituire un precedente per il funzionamento dei mercati in circostanze più normali.

Il secondo problema è quello connesso alla struttura per scadenze del debito esterno verso le banche. Alla fine del giugno 1982, sul totale delle posizioni debitorie esterne verso le banche (pari a \$ 390 miliardi) dei 24 principali paesi debitori situati all'esterno dell'area dichiarante alla BRI, ben il 44%, cioè \$ USA 171 miliardi, giungeva a scadenza nel corso dei dodici mesi successivi. Allorché nel 1978 la BRI iniziò la pubblicazione di serie statistiche sulla struttura per scadenze del credito bancario internazionale, alcuni prestatori e mutuatari misero in dubbio l'utilità di tali dati, sostenendo che un'elevata quota dei crediti a breve è soggetta naturalmente a rinnovo, in quanto legata essenzialmente agli scambi commerciali. E' oggi superfluo dimostrare la natura instabile di una parte ingente dei crediti bancari a breve. E, fintantoché il profilo delle scadenze permane fortemente sbilanciato verso il breve termine, qualsiasi *shock* "esterno" che dovesse prodursi in futuro — e tali *shock* sono inevitabili — potrebbe senz'altro avere un impatto destabilizzante sul sistema finanziario mondiale. Attualmente sono ventilati diversi progetti di consolidamento, di cui la maggior parte prevede una certa ripartizione degli oneri fra debitori, creditori e, spesso, il FMI o i governi dei paesi occidentali. Nel valutare

i pro e i contro di queste proposte, il principale aspetto da tenere presente — a prescindere dalla loro attuabilità sotto il profilo tecnico o politico — è la misura in cui esse rischierebbero, se accettate, di alterare il meccanismo del mercato, ossia il futuro comportamento dei mutuatari e dei creditori, in un senso tale da rendere ancora più ardua la soluzione dei futuri problemi "di flusso".

Infatti vi è, in terzo luogo, un problema "di flusso", cioè quello del finanziamento dei futuri disavanzi delle partite correnti. Un'espansione della domanda interna nei paesi industriali potrebbe ridurre per qualche tempo i disavanzi esterni nel resto del mondo; e con una certa fortuna e abilità si potrà evitare un terzo *shock* petrolifero, e assieme ad esso la ricomparsa di enormi disavanzi petroliferi. Tuttavia, dato l'elevato grado di integrazione dell'economia mondiale, non ci si può basare sull'ipotesi di disequilibri trascurabili dei pagamenti correnti. I disequilibri sono destinati a perdurare o a riemergere, non soltanto di riflesso a sfasamenti congiunturali e a differenze negli orientamenti delle politiche, oppure come conseguenza di *shock* esterni, ma anche perché non vi può essere alcun trasferimento di risorse reali ai paesi in via di sviluppo senza che questi ultimi — in quanto gruppo — presentino cospicui disavanzi di parte corrente. Se da un lato è concepibile imporre a paesi in via di sviluppo, in una situazione di emergenza e per qualche anno, delle politiche di aggiustamento interno che dovrebbero dar luogo ad una sensibile eccedenza commerciale, dall'altro sarebbe inammissibile che questi paesi fossero costretti a vivere per lungo tempo con un'ampia eccedenza commerciale a livello aggregato. Una siffatta situazione urterebbe con il principio basilare dell'allocazione ottimale delle risorse, e sarebbe inoltre esplosiva sul piano politico. Pertanto, la questione che si pone è quali flussi di capitali potrebbero finanziare il persistente disavanzo di parte corrente dei paesi in via di sviluppo.

E' questo il problema sistemico che richiede la più attenta considerazione alla luce delle recenti esperienze. Come si mostra nel Capitolo VI, uno degli aspetti che hanno caratterizzato gli sviluppi finanziari internazionali fra la prima crisi petrolifera e la metà del 1982 è costituito dall'attiva partecipazione delle banche commerciali dei paesi industriali al finanziamento dei disavanzi delle bilance dei pagamenti. Il disavanzo corrente aggregato dei paesi in via di sviluppo non OPEC durante questo periodo — stimato in \$USA 294 miliardi — è stato finanziato nella misura del 45% (ossia per \$USA 132 miliardi) da afflussi netti di fondi bancari. I paesi industriali non appartenenti al Gruppo dei Dieci hanno beneficiato di crediti bancari netti per \$USA 60 miliardi, equivalenti a circa il 40% del loro disavanzo cumulativo di parte corrente (\$USA 153 miliardi). E' innegabile che disavanzi di tale ampiezza erano, a livello aggregato, eccessivi e insostenibili nel lungo periodo, e che pertanto essi non dovranno ripetersi in tali proporzioni. Nondimeno, queste cifre stanno ad indicare che se le banche riducessero radicalmente il loro contributo al finanziamento delle bilance dei pagamenti di questi paesi e, *a fortiori*, se esse congelassero la loro esposizione complessiva, il finanziamento delle partite correnti negli anni futuri incontrerebbe probabilmente serie difficoltà.

A questo stadio è difficile, e fors'anche non del tutto utile, cercare di prospettarsi le politiche creditizie internazionali delle banche nel lungo periodo. Chiaramente molto dipenderà dall'evolversi della situazione sulla scena finanziaria internazionale nei dodici mesi venturi. Tuttavia, meritano forse di essere formulate alcune considerazioni di principio.

La prima si basa sull'osservazione di quanto sta già accadendo. Nella misura in cui le banche continuano ad erogare nuovi fondi netti ai paesi non appartenenti all'OCSE, una quota crescente di tali fondi riveste la forma di crediti legati agli scambi commerciali, a scapito dei prestiti puramente "finanziari", senza destinazione specifica, cioè dei prestiti per il finanziamento della bilancia dei pagamenti. Vi è quindi un ritorno alla situazione anteriore alla prima crisi petrolifera. Questa evoluzione può presentare dei vantaggi, non tanto in termini di maggiori garanzie per il paese creditore nel suo complesso, poiché si è avuta chiaramente la prova che nel caso di una crisi di bilancia dei pagamenti *tutti* i crediti sono minacciati, quanto per le banche stesse, allorquando i loro crediti sono assistiti dalla firma dell'esportatore o da garanzia statale. Inoltre, quando i prestiti sono destinati al finanziamento di progetti di investimento, vi è la presunzione (ma niente più che una presunzione) che il paese mutuatario accresca la formazione interna di capitale di pari passo con l'espansione del suo debito verso l'estero. Tuttavia la stessa evoluzione presenta altresì pericoli che non vanno assolutamente persi di vista: le operazioni finanziarie bilaterali comportano spesso distorsioni nei flussi commerciali e nei prezzi, e pertanto spianano la via al propagarsi di spinte protezionistiche, comunque vivaci in un'economia mondiale stagnante.

La seconda considerazione riguarda il modo in cui le banche potrebbero svolgere un ruolo attivo nel futuro finanziamento delle bilance dei pagamenti, in aggiunta a quanto esse già fornirebbero nella forma di crediti legati agli scambi commerciali o a progetti di investimento. E' fuor di dubbio che il contributo delle banche al finanziamento esterno è essenziale per il corretto funzionamento del sistema internazionale dei pagamenti nei prossimi anni. Se esse debbano continuare nel più lungo periodo ad erogare crediti "puramente" di bilancia dei pagamenti è tutt'altra questione, che merita di essere attentamente considerata sia dalle autorità sia dalle banche stesse. Da un lato, le cifre menzionate in precedenza fanno ritenere che qualora le banche non continuassero a contribuire, seppure in misura modesta, al finanziamento delle bilance dei pagamenti, quest'ultimo potrebbe presentare in futuro gravi scompensi. Dall'altro, sulla base della passata esperienza e dato l'attuale grado di concorrenza, è difficilmente immaginabile che le banche possano autodisciplinarsi al punto di condizionare la concessione di credito all'assunzione di impegni di aggiustamento da parte dei paesi mutuatari, cosicché il FMI non venga nuovamente "spiazzato" nella sua qualità di prestatore condizionale. Una condizionalità opportunamente graduata a seconda dei casi costituirebbe un grande progresso rispetto al comportamento delle banche negli anni recenti, nel corso dei quali ad un'erogazione eccessiva di crediti esenti da clausole condizionali è subentrato bruscamente un arresto dei flussi di credito o addirittura il ritiro di fondi. Ma, è realistico attendersi che ciò avvenga? Non vi è molto da sperare da un miglioramento dei dati informativi forniti ai creditori. Come si dice nel Capitolo VI, la comparsa di problemi nel servizio del debito esterno era stata preceduta in tutti i principali casi da un'accumulazione di passività esterne verso le banche nel corso di periodi relativamente lunghi, o da spostamenti nella struttura per scadenze dell'indebitamento, aspetti sui quali erano pubblicamente disponibili dati statistici. Sarebbe forse possibile elaborare schemi di cooperazione fra il FMI e i prestatori privati di fondi, così come è auspicabile che venga incrementato il cofinanziamento fra la Banca Mondiale e il sistema bancario.

Ciò conduce alla terza e più importante considerazione, che si ricollega al ruolo futuro del FMI e della Banca Mondiale. E' praticamente inconcepibile qualsiasi ipotesi a lungo termine che non preveda un vigoroso incremento delle risorse a disposizione di *ambidue* le istituzioni, ben al di là di quanto può essere comunque necessario nel breve periodo. Gli argomenti a favore di un ampliamento del ruolo del FMI sono ben noti e non richiedono pertanto ulteriori commenti. Per quanto riguarda quello della Banca Mondiale, e forse anche delle banche regionali di sviluppo, sono opportune alcune considerazioni. Il FMI - con l'auspicata assistenza delle banche - potrebbe prendersi cura delle situazioni di disavanzo corrente che, in quanto insostenibili, devono essere riequilibrare a breve-medio termine mediante l'applicazione di adeguati provvedimenti di politica economica interna, nel caso sia dei paesi industriali sia di quelli in via di sviluppo. Di natura diversa sono i disavanzi esterni corrispondenti ad esigenze di sviluppo. Si presume che essi siano destinati a perdurare parecchi anni, e che riflettano anche uno sforzo di investimento interno. Una parte di questo fabbisogno di finanziamento può forse essere soddisfatta dai crediti concessi dai fornitori a fronte di importazioni di beni strumentali. Un'altra parte può essere finanziata da nuovi investimenti diretti; ma, nella situazione politica in cui il mondo si trova attualmente, sarebbe segno di eccessivo ottimismo - o addirittura di miopia - credere che il flusso di investimenti diretti possa svolgere un ruolo sostanziale nel finanziare lo sviluppo. In aggiunta a ciò, né le importazioni di beni strumentali, né gli investimenti diretti corrispondono alle esigenze di determinati tipi di formazione di capitale essenziali ai fini dello sviluppo. Gli aiuti o i flussi di finanziamento su base bilaterale possono naturalmente, e devono, contribuire a soddisfare tali esigenze. Ma al pari dei crediti dei fornitori, essi possono rafforzare la tendenza in atto verso il protezionismo e la frammentazione dell'economia mondiale. E' per queste ragioni che la Banca Mondiale merita il sostegno di tutti coloro che apprezzano la sua natura multilaterale e mondiale. Essa dovrebbe divenire il canale principale attraverso il quale i movimenti di capitali a lungo termine operano il trasferimento di risorse reali.

Le principali considerazioni formulate in questa Relazione possono essere riassunte abbastanza brevemente. Con la forte decelerazione dell'inflazione, la scomparsa dell'eccedenza OPEC e la ripresa che va lentamente affermandosi nei maggiori paesi industriali, si intravedono infine migliori prospettive per l'economia mondiale. La fragilità finanziaria interna nei paesi industrializzati è in diminuzione. L'efficace cooperazione fra i governi, il FMI, le banche centrali e le banche commerciali ha evitato la disgregazione del sistema internazionale del credito e dei pagamenti. Non è forse troppo ottimistico sperare che, nell'affrontare i problemi fondamentali di più lungo periodo, tutti i protagonisti della scena finanziaria internazionale sapranno dar prova di inventiva, senso di responsabilità e disponibilità alla cooperazione, così come hanno fatto in una situazione chiaramente di emergenza.

GÜNTHER SCHLEIMINGER
Direttore Generale

BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE
AL 31 MARZO 1983

BILANCIO AL

ATTIVO

(Prima e dopo la ripartizione)

	<u>Franchi oro</u>
Oro	5.184.447.789
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	16.549.485
Buoni del Tesoro	473.813.075
Depositi vincolati e anticipazioni	
In oro	
Fino a 3 mesi	20.756.401
In valute	
Fino a 3 mesi	10.302.505.225
Ad oltre 3 mesi	<u>2.449.157.408</u>
	12.772.419.034
Altri titoli	
Fino a 3 mesi	951.806.104
Ad oltre 3 mesi	<u>932.325.853</u>
	1.884.131.957
Partite varie	26.494.476
Terreno, immobili ed arredi	1
	<u><u>20.357.855.817</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 1983 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 42.871.313 franchi oro.

31 MARZO 1983

dell'utile netto dell'esercizio)

PASSIVO

	Prima della ripartizione	Dopo la ripartizione
	Franchi oro	Franchi oro
Capitale		
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna	1.500.000.000	
Emesso: 473.125 azioni	1.182.812.500	
Liberato per il 25%	295.703.125	295.703.125
Riserve		
Fondo di riserva legale	30.070.313	30.070.313
Fondo di riserva generale	437.152.793	457.152.793
Fondo speciale di riserva per i dividendi	21.530.055	21.530.055
Fondo di riserva libero	202.730.236	232.730.236
	691.483.397	741.483.397
Depositi (in oro)		
Banche centrali		
A vista	4.321.577.045	
Fino a 3 mesi	145.549.558	
Altri depositanti		
A vista	33.082.685	
	4.500.209.288	4.500.209.288
Depositi (in valute)		
Banche centrali		
A vista	1.084.632.764	
Fino a 3 mesi	11.687.042.967	
Ad oltre 3 mesi	1.234.977.718	
Altri depositanti		
A vista	11.768.817	
Fino a 3 mesi	361.393.556	
Ad oltre 3 mesi	107.056.133	
	14.486.871.955	14.486.871.955
Partite varie	317.761.879	317.761.879
Conto profitti e perdite	65.826.173	—
<i>Dividendo pagabile il 1° luglio 1983</i>	—	15.826.173
	<u>20.357.855.817</u>	<u>20.357.855.817</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 1983, nonché degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. Abbiamo ottenuto tutte le informazioni e tutte le spiegazioni da noi richieste. La Banca ha tenuto i suoi libri in modo corretto; il bilancio e il conto profitti e perdite concordano con i libri e con le informazioni e le spiegazioni che ci sono state fornite.

Zurigo, 29 aprile 1983

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1983

		<u>Franchi oro</u>
Interessi netti e altri redditi		82.513.243
meno: Spese di amministrazione:		
Consiglio di amministrazione	195.483	
Direzione e personale	11.459.937	
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>4.214.013</u>	<u>15.869.433</u>
Risultato netto di gestione		66.643.810
meno: Importo devoluto all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione		<u>817.637</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1983		65.826.173
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		15.826.173
		<u>50.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva generale		20.000.000
		<u>30.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero		30.000.000
		<u>30.000.000</u>
		<u> -</u>
		<u> -</u>

VARIAZIONI DELLE RISERVE DELLA BANCA
nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1983

in franchi oro

I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1982-83

	<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 1982, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1981-82	30.070.313	437.152.793	21.530.055	202.730.236
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1982-83	—	<u>20.000.000</u>	—	<u>30.000.000</u>
Consistenza al 31 marzo 1983, come da Bilancio	<u>30.070.313</u>	<u>457.152.793</u>	<u>21.530.055</u>	<u>232.730.236</u>

II. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1983 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	<u>Capitale versato</u>	<u>Riserve</u>	<u>Totale</u>
Attività nette in			
Oro	295.703.125	366.420.464	662.123.589
Valute	—	<u>375.062.933</u>	<u>375.062.933</u>
	<u>295.703.125</u>	<u>741.483.397</u>	<u>1.037.186.522</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
Bengt Dennis, Stoccolma
Dott. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Jean Godeaux, Bruxelles
Renaud de la Genière, Parigi
Karl Otto Pöhl, Francoforte
The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londra
Dott. Johann Schöllhorn, Kiel
Barone de Strycker, Bruxelles

Sostituti

Dott. Lamberto Dini, Roma, oppure
Dott. Giovanni Magnifico, Roma
Dott. Leonhard Gleske, Francoforte
Georges Janson, Bruxelles
Gabriel Lefort, Parigi, oppure
Jacques Waitzenegger, Parigi
A.D. Loehnis, Londra, oppure
M.J. Balfour, Londra

DIREZIONE

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

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