

# Le riserve internazionali e le loro determinanti negli anni settanta \*

## Introduzione

Lo scopo del presente lavoro è di illustrare l'entità dei movimenti delle riserve internazionali dell'Italia nel decennio 1970-80 e confrontarli con gli analoghi movimenti dei paesi industrializzati, al fine di trarne indicazioni circa: a) la possibilità e la convenienza di influenzare nel breve-medio periodo le ragioni di scambio mediante la politica del cambio; b) l'adeguatezza del livello delle riserve italiane anche alla luce della posizione dell'Italia come prenditore a prestito di fondi sui mercati dei capitali internazionali.

Nei due decenni che vanno dal 1950 al 1970 il prezzo dell'oro era fisso in termini di dollari e le valute dei principali paesi erano ancorate al dollaro da accordi di cambio fissi. Le variazioni delle riserve internazionali dei paesi erano quindi dovute quasi esclusivamente agli squilibri di bilancia dei pagamenti, agli aumenti delle quote e alle allocazioni di diritti speciali di prelievo del Fondo Monetario Internazionale.

All'inizio del decennio in esame il legame del dollaro con l'oro è stato scisso (agosto 1971) ed i cambi delle principali valute hanno iniziato ad oscillare più o meno liberamente (marzo 1973). Perciò alle cause sopra citate di variazioni delle riserve internazionali dei paesi se ne aggiunge una nuova: i guadagni (o le perdite) "in conto capitale" dovuti a variazioni del prezzo dell'oro, del cambio del dollaro e delle altre valute di riserva (principalmente sterline e marchi).

\* Documento preparatorio per la relazione economica annuale del CNEL (novembre 1981). Le idee espresse non coinvolgono la responsabilità né dell'istituzione di appartenenza, né di quella che ha promosso l'indagine. Gli autori ringraziano Alessandro Gizzi, della Segreteria Generale della Programmazione, per l'utile collaborazione prestata. Una versione lievemente modificata del presente lavoro è apparsa in lingua inglese sul numero di marzo 1982 della *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*.

Le banche centrali e i governi dei principali paesi si sono adeguati, nel corso del decennio in esame, alle mutate caratteristiche del mercato dell'oro introducendo nella propria legislazione criteri di rivalutazione, generalmente parziali, delle riserve auree.<sup>1</sup> Essendo i criteri di rivalutazione dello stock aureo adottati dai vari paesi non omogenei, non è stato possibile ricorrere alle fonti nazionali al fine di effettuare un confronto significativo fra l'andamento delle riserve internazionali dell'Italia e degli altri paesi industrializzati. Si è pertanto deciso in questo lavoro di valutare lo stock aureo alla fine di ogni anno al prezzo di mercato dell'oro di fine anno.

Nella prima sezione di questo lavoro si descrivono le fluttuazioni del totale delle riserve internazionali dell'Italia nonché delle loro componenti (oro, valute estere e diritti speciali di prelievo, posizione sul Fondo Monetario Internazionale). Nella seconda si effettua il confronto con il totale e con la composizione delle riserve dei paesi industrializzati. Nella terza sezione si analizza l'andamento nel decennio delle attività e delle passività sull'estero delle aziende di credito italiane, e si eseguono confronti internazionali come nelle due sezioni precedenti ricavandone implicazioni circa il grado di integrazione finanziaria con l'estero dell'Italia. Le attività sull'estero delle aziende di credito possono essere in qualche modo considerate come sostitutive delle attività sull'estero della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano dei Cambi, poiché, in caso di emergenza, gli ampi poteri della Banca d'Italia sulle aziende di credito consentono di mobilitarle.

Nella rimanente parte del lavoro si concentra l'attenzione sulle determinanti delle partite correnti e dei cambi. Ambedue queste variabili hanno inciso in modo significativo sui flussi di riserve internazionali. In regime di cambi perfettamente flessibili, per definizione, non vi sarebbero aggiunte o sottrazioni di oro e valute estere dalle riserve internazionali di un paese, e tutta la variazione del valore delle riserve sarebbe dovuta alla rivalutazione delle riserve preesistenti. In regime di cambi controllati, invece, le banche centrali continuano ad intervenire sul mercato dei cambi, e la variazione del valore delle riserve è dovuta congiuntamente ai flussi di entrata e di uscita di riserve e alla rivalutazione di quelle preesistenti. Ne segue che diviene importante, in

<sup>1</sup> In Italia la legislazione introdotta a fine 1976 prevedeva che la parte aurea delle riserve venisse valutata all'85 per cento del prezzo dell'oro desunto dal mercato. Dal 28 febbraio del 1979 si applicano invece gli accordi comunitari per l'attuazione dello SME, che prevedono la valutazione dell'oro sulla base del prezzo di Londra.

regime di cambi controllati, analizzare da un lato i fattori che determinano le oscillazioni delle partite correnti, la più stabile componente della bilancia dei pagamenti al di sopra della linea, i cui disavanzi le autorità monetarie possono decidere di finanziare impiegando le riserve, e dall'altro le determinanti dei cambi la cui variabilità incide sulla necessità di impiego delle riserve. L'analisi dei fattori che hanno guidato le nostre autorità monetarie nella determinazione del cambio nel contesto dell'evoluzione delle riserve internazionali consente di illustrare l'importanza che la flessibilità del cambio della lira ha rivestito per la difesa delle riserve nel corso degli anni settanta.

Le principali conclusioni che si possono trarre dal nostro lavoro sono le seguenti:

a) se si valuta la componente aurea delle riserve internazionali ai prezzi di mercato, l'Italia è stata in grado, nel corso degli anni settanta, di salvaguardare le proprie riserve internazionali, nonostante le crisi petrolifere. Le riserve internazionali dell'Italia erano infatti alla fine del 1980 cresciute rispetto alla fine del 1970 sia in rapporto alle importazioni, sia come quota delle riserve dei paesi industrializzati. Alla fine del 1980 le riserve internazionali dell'Italia erano pari al 17 per cento del PIL, se si valuta l'oro a prezzi di mercato, mentre le passività della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano dei Cambi erano pari a circa lo 0,75 per cento del PIL e l'indebitamento netto del settore privato era inferiore al 6 per cento del PIL. Tuttavia nel 1981 l'indebitamento è aumentato sia per la necessità di finanziare il disavanzo corrente sia per l'apprezzamento del dollaro.

b) Sarebbe molto pericoloso dedurre dalle precedenti osservazioni che non c'è fretta di aggiustare le partite correnti sia perché il prezzo dell'oro è sceso molto in tempi recenti e non si può a priori escludere che scenda ulteriormente nel corso del decennio appena iniziato, sia perché l'aumento delle riserve ufficiali è stato accompagnato da un forte aumento dell'indebitamento netto sull'estero delle aziende di credito e ad una ingentissima disintermediazione delle aziende di credito italiane nel mercato delle eurovalute.

c) Il grosso dell'aumento delle riserve internazionali italiane nel decennio è dovuto a guadagni "in conto capitale", cioè alla rivalutazione delle riserve preesistenti. Ciò lascia aperta la questione se non sarebbe stato più conveniente utilizzare parte delle riserve per accumu-

lare materie prime, come propone il Piano a Medio Termine, recentemente presentato in Parlamento.

d) L'Italia rimane un paese altamente solvibile con "rischio paese" molto basso sia per le sue ingenti riserve, sia soprattutto per la capacità della sua economia di aggiustare con rapidità le partite correnti, capacità dimostrata in almeno due occasioni (1974/75 e 1977/78) nel corso del decennio.

e) Senza la flessibilità del cambio della lira non sarebbe stato possibile salvaguardare le riserve ufficiali italiane, a meno che non si fosse seguita nel decennio una politica fiscale e monetaria molto più restrittiva.

f) Mediante l'impiego delle riserve è stato possibile ed utile influire sulle ragioni di scambio dell'Italia nel breve-medio periodo. Sarebbe controproducente tentare di influire sulle ragioni di scambio mediante la politica del cambio nel lungo periodo.

### **I. Andamento delle riserve internazionali dell'Italia e loro composizione.**

Le riserve internazionali dell'Italia misurate in diritti speciali di prelievo<sup>2</sup> sono aumentate da 5,4 miliardi circa a fine 1970 a 17,4 miliardi a fine giugno 1981 (Tav. 1). Ma se si misura l'oro, invece che a 35 diritti speciali di prelievo (d'ora in avanti DSP) per oncia, ai prezzi di mercato, l'aumento è da 5,5 miliardi a 39,8 miliardi circa (Tav. 2). Delle tre componenti delle riserve internazionali: DSP e posizione sul Fondo Monetario Internazionale, valute estere e oro, la più dinamica è l'oro se questo è valutato ai prezzi di mercato, e le valute estere se l'oro viene valutato a 35 DSP per oncia.

Le oscillazioni del valore delle riserve internazionali misurate in DSP dipendono da due fattori: a) dalle variazioni del prezzo dell'oro in

<sup>2</sup> Il diritto speciale di prelievo era una unità di misura definita come media di 16 valute, di cui faceva parte la lira con peso pari al 5%. Il dollaro aveva peso pari al 33%. Dal 1980 il diritto speciale di prelievo è stato ridefinito riducendo il paniere a sole cinque valute: dollaro U.S.A., yen giapponese, marco tedesco, sterlina inglese e franco francese.

DSP per quanto riguarda la componente aurea e dalle variazioni del cambio delle valute a riserva rispetto al DSP, b) dal flusso in entrata e in uscita di riserve collegate con gli avanzi e i disavanzi di bilancia dei pagamenti.<sup>3</sup>

Nella tavola 3 si è tentato di separare l'effetto del primo da quello del secondo fattore. Eccezione fatta per gli anni dal 1976 al 1978, la variazione del valore delle riserve italiane è stata dominata dal fattore a). Quando il valore dell'ultima colonna della tavola 3 è pari a 100 significa che tutta la variazione del valore delle riserve è dovuta alla rivalutazione delle medesime.

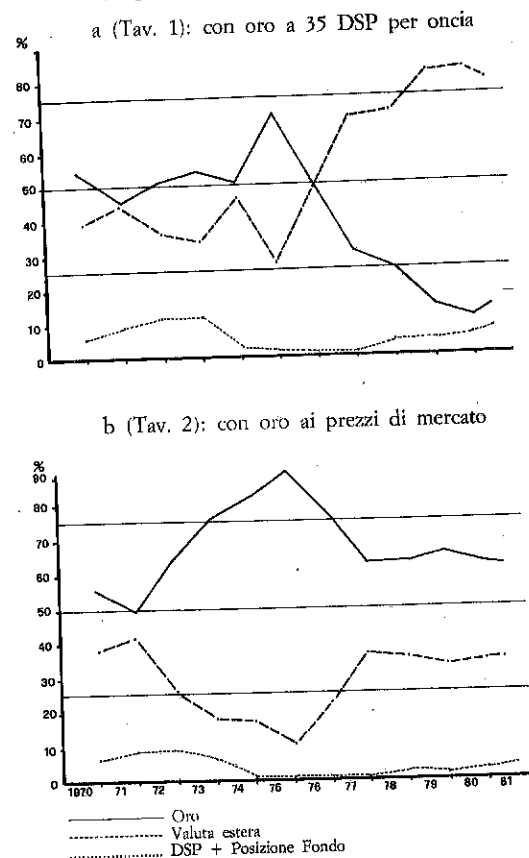
Negli anni 1972-74 l'effetto, sul valore delle riserve, dei disavanzi di bilancia dei pagamenti è stato più che compensato dagli aumenti del prezzo dell'oro e delle valute a riserve, soprattutto dollari.

La figura 1 dà un'idea della dinamica della composizione delle riserve italiane. Nella parte superiore della figura l'oro è valutato a 35 DSP per oncia. L'oro così valutato diminuisce di importanza passando dal 54% circa del totale a fine 1970 al 13,5% circa a giugno 1981 (Tav. 1). Le riserve in valuta estera passano dal 40 per cento circa del totale all'80 per cento circa nello stesso periodo, mentre i DSP e la posizione sul Fondo Monetario Internazionale, che negli anni 1972 e 1973 avevano raggiunto il 12 per cento del totale, si collocavano a fine giugno 1981 al 7,5 per cento.

Nella parte inferiore della figura 1, con l'oro valutato ai prezzi di mercato, l'oro passa dal 55,5 per cento del totale a fine 1970 ad un massimo di 89 per cento a fine 1975 per poi scendere a 62 per cento a fine giugno 1981 (Tav. 2). L'andamento della quota in valuta estera ha un andamento speculare, data la ancora ridotta importanza dei DSP e della posizione sul Fondo Monetario.

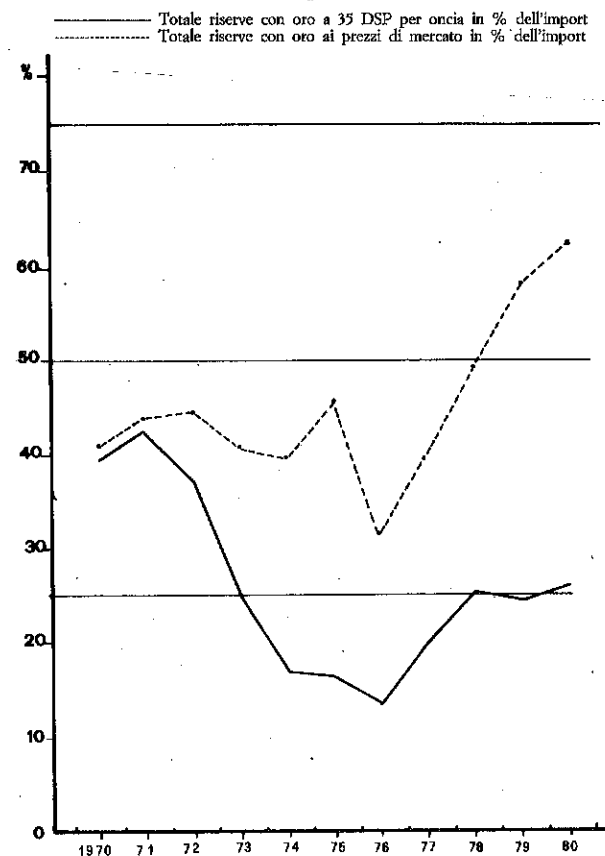
Nella figura 2 sono riportati i rapporti riserve-importazioni per il decennio in questione. Se si valuta l'oro a 35 DSP l'oncia il rapporto diminuisce dal 39 per cento nel 1970, equivalente a quasi 5 mesi di importazioni, al 26 per cento circa nel 1980, equivalente a circa 3 mesi di importazioni. Ma con l'oro ai prezzi di mercato il rapporto sale dal

<sup>3</sup> È importante tener presente che nelle statistiche italiane della bilancia dei pagamenti la variazione della posizione netta sull'estero delle aziende di credito è riportata al di sotto della linea come movimento monetario (cioè "accomodante" il saldo sopra la bilancia). Pertanto, la bilancia dei pagamenti non misura il flusso di entrata o di uscita delle riserve internazionali come per la maggior parte degli altri paesi. Nel testo, quando si parla di bilancia dei pagamenti questa si intende ridefinita con la variazione della posizione netta sull'estero delle aziende di credito portate al di sopra della linea.

FIGURA 1  
(TAVOLA 1)COMPOSIZIONE DELLE RISERVE INTERNAZIONALI DELL'ITALIA  
(in percentuale del totale delle riserve)

40 per cento nel 1970, equivalente a circa 5 mesi di importazioni, al 63 per cento nel 1980, equivalente a circa 7 mesi e mezzo di importazioni (Tav. 4).

Concludendo l'analisi della dinamica del totale e della composizione delle riserve internazionali italiane, sembra si possa affermare che, nonostante i forti disavanzi di bilancia dei pagamenti in corrispondenza alle due crisi petrolifere, l'Italia abbia ben protetto le proprie riserve dall'aumento del prezzo del petrolio; sembra inoltre che si possa affermare che l'Italia sia stata favorita in ciò dalla politica, seguita in passato, di accumulazione delle riserve auree, e dalla correlazione

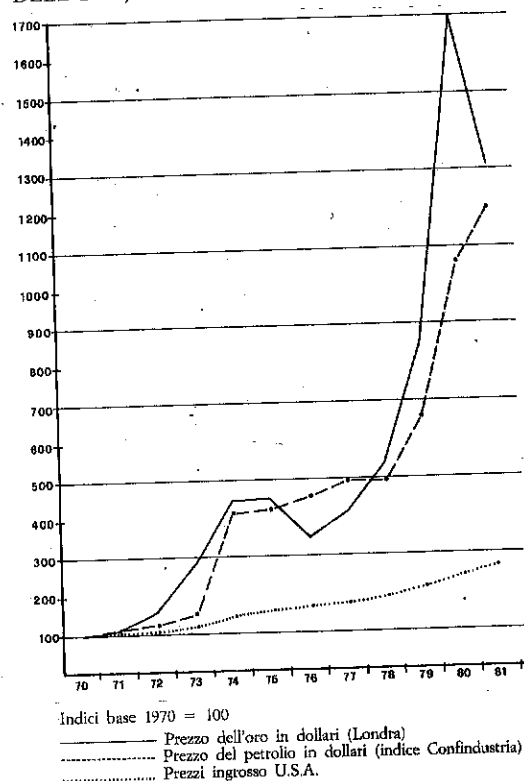
FIGURA 2  
(TAVOLA 4)ITALIA: RAPPORTI RISERVE INTERNAZIONALI IMPORTAZIONI  
(valori percentuali)

positiva che pare esserci fra aumenti del prezzo del petrolio (e fasi di accelerazione dell'inflazione mondiale) e prezzo dell'oro, come emerge dalla figura 3 (e dalla Tav. 5). Occorre tuttavia non attribuire eccessivo contenuto di ottimismo a queste conclusioni, poiché il prezzo dell'oro è diminuito nel 1981 e non è detto che la correlazione positiva fra prezzo del petrolio e oro continui in futuro a proteggere le nostre riserve totali (in caso di ulteriori crisi petrolifere negli anni '80).

Altri motivi per non attribuire eccessivo ottimismo all'aumento del rapporto riserve ufficiali importazioni nel corso del decennio saranno avanzati nella sezione 3.

FIGURA 3  
(TAVOLA 5)

PREZZO DELL'ORO, DEL PETROLIO E PREZZI ALL'INGROSSO U.S.A.



## II. Confronto con i paesi industrializzati

La tavola 6 mostra la quota delle componenti delle nostre riserve rispetto ai paesi industrializzati. Alla fine del 1970 l'Italia possedeva il 9 per cento dell'oro dei paesi industrializzati.<sup>4</sup> Questa quota è rimasta relativamente stabile, salendo al 9,4 per cento a fine 1978 e scendendo all'8,5 per cento a fine giugno 1981. Quest'ultima diminuzione è un fatto contabile, per via dell'oro ceduto al FECOM nel marzo del 1979 in

<sup>4</sup> Definizione Fondo Monetario dei paesi industrializzati.

seguito alla creazione del sistema monetario europeo. La quota delle valute estere ha invece seguito oscillazioni molto più ampie, poiché su di essa influiscono direttamente le condizioni della bilancia dei pagamenti. Essa è scesa dal 7,1 per cento a fine 1970 al 2,8 per cento a fine 1973. Ha toccato il minimo a fine 1975 (1,6 per cento) per poi risalire gradualmente al 10,3 per cento a fine 1980.<sup>5</sup> Nel giugno 1981 la percentuale era scesa all'8,3 per cento. Oscillazioni altrettanto forti si riscontrano per la quota italiana dei DSP e della posizione sul Fondo in rapporto ai paesi industrializzati.

Valutando l'oro ai prezzi di mercato, la quota italiana sul totale delle riserve internazionali è salita nella seconda metà del decennio da 5,9 per cento a fine 1975 a 8,9 a fine 1980 (Tavv. 6 e 7). Ad analoga conclusione si giunge valutando l'oro a 35 DSP l'oncia: mentre nella prima metà del decennio la quota italiana era tendenzialmente decrescente, essendo passata da 7,6 per cento a fine 1970 al 3,6 per cento a fine 1975, essa cresceva ininterrottamente nella seconda metà del decennio fino a raggiungere il 9,7 per cento del totale. Ponendo a confronto la quota italiana sul totale delle riserve dei paesi industrializzati con la quota del prodotto interno lordo italiano sul totale del PIL dell'area, si osserva (Tav. 7) che l'Italia è relativamente "ben dotata" di riserve. Tuttavia, la necessità di riserve internazionali dipende non solo dal PIL, ma anche dal grado di apertura di una economia e dalla variabilità delle importazioni e delle esportazioni. A questo proposito, come si vedrà più avanti, va tenuto presente che l'Italia è un'economia molto più aperta della media dei paesi industrializzati e degli Stati Uniti in particolare (Tav. 9) e non ha più una posizione di forza nel sistema bancario internazionale.

## III. Attività e passività estere delle aziende di credito ed il grado di apertura finanziaria con l'estero dell'Italia.

Dal punto di vista della "sicurezza" della nazione nel suo complesso non fa grande differenza se le attività sull'estero sono concentrate nelle mani della banca centrale, delle aziende di credito o dei privati, supposto che vi sia il senso dell'unità nazionale.

<sup>5</sup> In questa cifra è compreso il controvalore dell'oro ceduto al FECOM nel marzo del 1979.

Non è facile pervenire a dati attendibili sulle attività sull'estero e sull'oro in possesso dei privati, ma per le aziende di credito esistono dei dati accurati. L'aumento della quota delle riserve ufficiali italiane sul totale dei paesi industrializzati, avvenuto nella seconda metà del decennio e di cui si è detto nella sezione precedente, va reinterpretato alla luce dell'andamento delle attività e passività estere delle aziende di credito italiane. Le attività estere delle aziende di credito sono aumentate fortemente da 11,5 mld. di dollari USA alla fine del 1970 a 34,2 alla fine del 1980; ma le passività sono aumentate molto di più, da 11,6 mld. a 49 mld. In percentuale ai paesi industrializzati, le attività sono scese nel periodo dall'8,6 per cento al 2,6 per cento e le passività dall'8 per cento al 3,7 per cento (Tav. 8). La figura 4 mostra la dinamica delle attività e passività delle aziende di credito italiane rapportate agli analoghi valori per il totale dei paesi industrializzati. L'aumento delle riserve ufficiali italiane nel decennio è pertanto avvenuto in presenza di una forte diminuzione della posizione netta sull'estero delle aziende di credito, soprattutto sul finire del decennio, e in presenza di un forte calo iniziato dal 1972 in poi della quota italiana sia delle passività sia delle attività delle aziende sul totale dei paesi industrializzati.

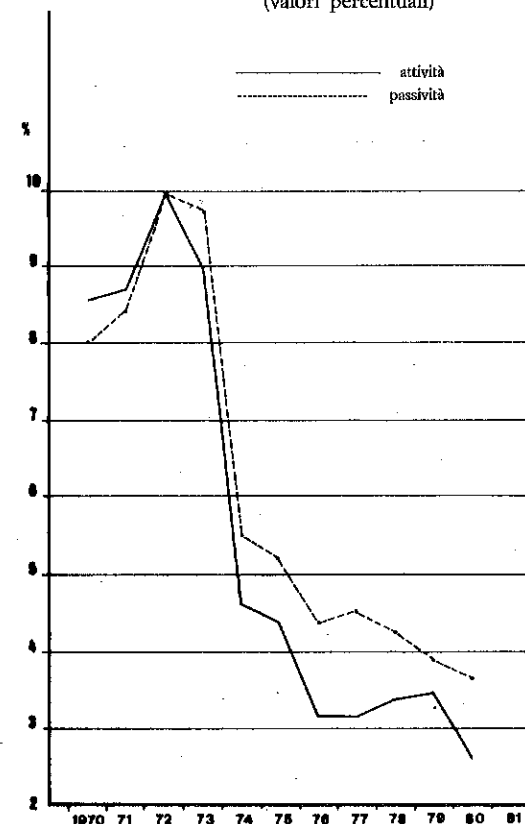
Questa così netta diminuzione delle quote italiane può essere interpretata come un segno della riduzione del grado di integrazione finanziaria con l'estero dell'Italia. L'inflazione in eccesso a quella media dei paesi industrializzati, la instabilità del cambio e soprattutto i molteplici controlli sui cambi, da un lato, e sull'attività delle banche dall'altro, hanno allontanato il sistema bancario e finanziario italiano dal resto del mondo. La preferenza da parte delle autorità monetarie italiane per i controlli diretti di tutti i tipi nella conduzione della politica monetaria e creditizia, piuttosto che per l'operare dei meccanismi di mercato e del tasso di interesse,<sup>6</sup> ha comportato distorsioni e costi non indifferenti, fra i quali quello qui sopra descritto. L'Italia non ha potuto beneficiare direttamente dell'enorme espansione del mercato delle eurovalute e non ha potuto attrarre se non sporadicamente l'interesse dei nuovi grandi investitori di fondi internazionali.

Alla netta diminuzione, nel decennio, del grado di apertura finanziaria con l'estero si contrappone il forte aumento del grado di

<sup>6</sup> Questa preferenza non è, a nostro avviso, giustificata, indipendentemente da una analisi dei costi dei due tipi di impostazione della politica monetaria e creditizia. La instabilità presunta o reale dei mercati finanziari italiani, addotta dalle autorità monetarie a giustificazione del tipo di politica seguita, è in gran parte causata dalla politica stessa.

FIGURA 4  
(TAVOLA 8)

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ SULL'ESTERO DELLE AZIENDE DI CREDITO ITALIANE  
IN RAPPORTO A QUELLE DEI PAESI INDUSTRIALIZZATI  
(valori percentuali)



apertura commerciale dell'Italia con il resto del mondo (Tav. 9). La somma delle importazioni e delle esportazioni italiane è aumentata in percentuale al PIL dal 28% circa nel 1970 al 45% circa nel 1980. In parte questo aumento è dovuto al prezzo del petrolio. Infatti i più grossi aumenti del rapporto si hanno nel 1974 e nel 1979. Per il totale dei paesi industrializzati il rapporto è passato dal 21,3% nel 1970 al 35% nel 1980. Particolarmente elevato è stato l'aumento del grado di integrazione commerciale con l'estero degli Stati Uniti, per i quali il rapporto è passato dall'8,7% nel 1970 al 18,5% nel 1980.

#### IV. Le determinanti delle partite correnti italiane

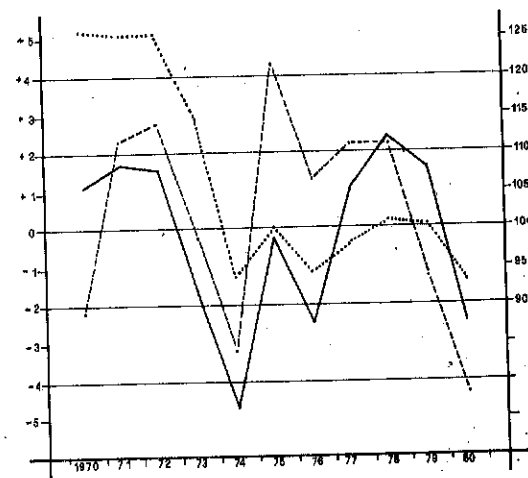
Nella tavola 3 si è visto che le oscillazioni del valore delle riserve internazionali italiane sono state dominate dall'andamento del prezzo dell'oro e del cambio del dollaro, tranne che nel periodo 1976-78 quando l'andamento della bilancia dei pagamenti ha svolto anch'esso un ruolo importante. È noto che la voce più stabile e più facilmente spiegabile della bilancia dei pagamenti sono le partite correnti. Analizziamo dapprima le sue determinanti.

Nella tavola 10 sono indicati i saldi delle partite correnti italiane (in percentuale al PIL), le ragioni di scambio dell'Italia e il divario fra i tassi di aumento della domanda finale dei paesi OCSE (esclusa l'Italia) e dell'Italia.

FIGURA 5  
(TAVOLA 9)

##### DETERMINANTI DELLE PARTITE CORRENTI DELL'ITALIA

— Partite correnti italiane in percentuale al PIL  
 ..... Ragioni di scambio italiane  
 - - - - - Differenza tra variazione % annua della domanda finale dei paesi OCSE e variazione % annua della domanda finale italiana.



Le ragioni di scambio insieme con il divario fra tassi di aumento delle domande finali sembrano spiegare in modo abbastanza soddisfacente l'andamento delle partite correnti. Il loro saldo ha oscillato tra un minimo assoluto di -4,7 per cento del PIL nel 1974 (contro -1,8 nel 1973) e un massimo di 2,4 per cento nel 1978. Nel 1980 il disavanzo di parte corrente era notevole (-2,5 per cento del PIL).

Negli anni 1974 e 1980, anni di grossi disavanzi, si sommano i due effetti del forte peggioramento delle ragioni di scambio, dovuto alle crisi petrolifere, e della domanda finale italiana che cresce molto più in termini reali di quella degli altri paesi OCSE. Riguardo all'andamento della domanda finale sembra quindi che l'Italia sia stata particolarmente "sfortunata", nel senso che è stata colpita dalle crisi petrolifere proprio in momenti di massima espansione ciclica rispetto alla media dei paesi OCSE, ciò che ha reso il successivo aggiustamento più penoso. Nel valutare questo aspetto, non dobbiamo però dimenticare che la domanda aggregata di ogni paese è fortemente influenzata dalle politiche monetarie e fiscali. Un'analisi più completa richiederebbe pertanto uno studio delle determinanti della domanda finale italiana nei vari anni rispetto a quelle degli altri paesi.

Per un collegamento più chiaro con le teorie della determinazione delle partite correnti, è sufficiente richiamare l'attenzione sul fatto che il legame positivo fra ragioni di scambio e partite correnti è costituito dalla teoria dell'elasticità ("elasticity approach") insieme con l'ipotesi che la somma delle elasticità nell'arco dell'anno sia inferiore ad uno e che il legame positivo tra il divario nei saggi di crescita delle domande aggregate e partite correnti sia spiegato dalla teoria dell'assorbimento ("absorption approach"). In base a quest'ultima teoria, il saldo delle partite correnti è dato, sulla base dell'identità keynesiana del reddito, dalla differenza fra reddito e assorbimento, quest'ultimo definito come somma di consumi privati, investimenti privati e spesa pubblica.

#### V. L'importanza del regime del cambi e le ragioni di scambio

Qualora l'Italia avesse deciso nel 1973 di mantenere il cambio fisso in termini di dollari, l'inflazione cumulata nel decennio sarebbe stata presumibilmente più bassa, ma a gravi costi per l'equilibrio economico del paese, a meno che la fissità del cambio non fosse stata accompagnata

da politiche fiscali e monetarie appropriate. In assenza di politiche economiche atte a mantenere stabile il cambio con il dollaro, la scelta della fissità del cambio lira-dollaro avrebbe comportato una grande perdita di competitività delle nostre merci, disavanzi di parte corrente crescenti e notevoli deflussi di capitali. Tutto ciò si sarebbe riflesso sulle consistenze delle riserve ufficiali. La flessibilità del cambio della lira ha consentito quindi la difesa delle nostre riserve internazionali, supponendo invariate le politiche economiche seguite.

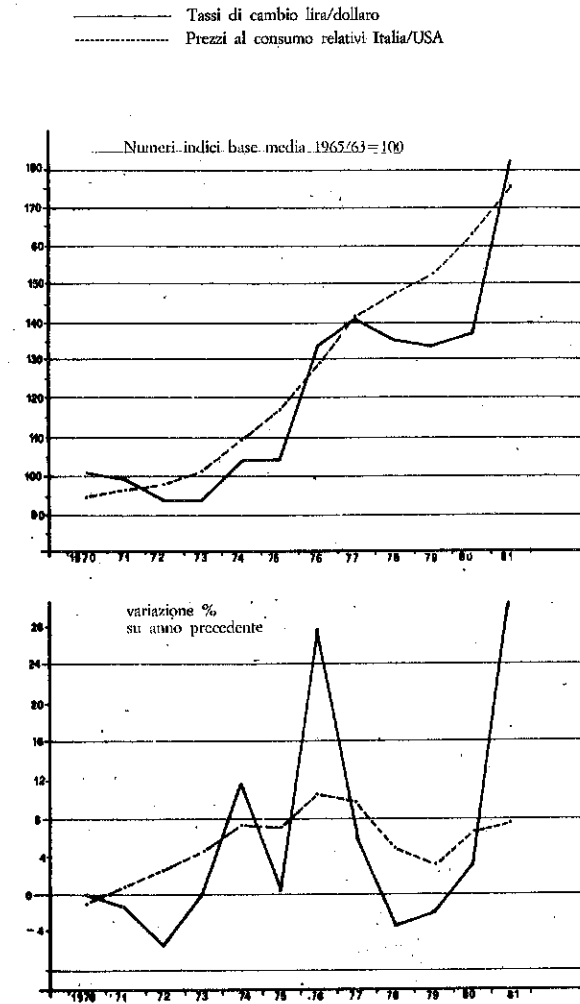
Il cambio della lira con il dollaro il cui numero indice (1965-68=100) è riportato nella figura 6, mostra un andamento che è tendenzialmente in linea con le variazioni dei prezzi relativi fra Italia e Stati Uniti. Si riscontrano però due periodi della durata di due anni circa durante i quali permangono forti deviazioni del cambio della parità dei poteri di acquisto.<sup>7</sup> Soprattutto nel periodo 1972-75 e nel periodo 1978-80 il cambio della lira col dollaro risulta apprezzato in termini reali. L'apprezzamento in termini reali della lira del periodo 1972-75 non è facilmente spiegabile. I fattori che vi possono aver contribuito sono le forti importazioni di petrolio degli Stati Uniti nel periodo, il ritardo nell'adottare una seria politica energetica, la crisi politica e militare che investiva allora gli Stati Uniti, e il "benign neglect" dell'amministrazione americana di fronte all'aumento della competitività americana al fine di accelerare l'aggiustamento delle partite correnti.

Sull'apprezzamento in termini reali della lira ha probabilmente anche inciso la politica delle autorità monetarie italiane, rivolta ad attenuare il peggioramento delle nostre ragioni di scambio. L'impiego delle riserve ha cioè consentito, nel periodo 1972-75, un aumento minore dei prezzi delle materie prime importate di quanto si sarebbe verificato altrimenti. Questa politica è stata razionale, poiché le elasticità della domanda di petrolio sono basse nel breve periodo e la capacità del sistema produttivo di adattarsi alle mutate ragioni di scambio è limitata nel breve-medio periodo. Impiegando le riserve a questo fine si attenua perciò l'impatto delle peggiorate ragioni di scambio sulla economia reale, si rende l'aggiustamento più graduale e allo stesso tempo si contiene l'inflazione all'interno. Un analogo ragionamento vale per il periodo 1978-80.

<sup>7</sup> Per una analisi più approfondita delle cause delle deviazioni dei cambi nominali dalla parità dei poteri di acquisto si veda GIORGIO SZEGO e GIUSEPPE TULLIO: "Major causes of deviation of nominal exchange rates from purchasing power parity: a survey of the literature and empirical evidence for 7 industrialized countries", manoscritto, febbraio 1982.

FIGURA 6  
(TAVOLA 11)

TASSI DI CAMBIO E PREZZI AL CONSUMO RELATIVI ITALIA - USA



Per quanto riguarda il periodo 1978-80 va inoltre rilevato che il deprezzamento del dollaro in termini reali è anche spiegabile in termini di diverse posizioni cicliche dell'Italia rispetto agli Stati Uniti, la prima essendo in forte avanzo di parte corrente almeno nel periodo 1978-79 e i secondi in disavanzo.



La possibilità e l'utilità di influenzare mediante la politica del cambio (e l'impiego delle riserve) le ragioni di scambio è però presumibilmente limitata al breve-medio periodo, perché un sostegno del cambio protratto oltre i due-tre anni avrebbe gravi conseguenze per la competitività delle esportazioni italiane e perché una tale politica ritarderebbe l'aggiustamento finale del sistema produttivo alle mutate circostanze, il che sarebbe controproducente, a meno che il peggioramento delle ragioni di scambio non sia in parte reversibile.

P. SAVONA - G. TULLIO

TAVOLA 1

COMPONENTI DELLE RISERVE INTERNAZIONALI DELL'ITALIA  
(oro a 35 DSP per oncia)  
(situazione a fine periodo)

	Valori assoluti in milioni di DSP				Percentuali sul totale		
	DSP + Posizione Fondo	Valuta estera	Oro a 35 DSP per oncia	Totale	DSP + Posizione Fondo	Valuta estera	Oro a 35 DSP per oncia
1970	353	2.113	2.887	5.353	6,6	39,5	53,9
1971	577	2.821	2.884	6.282	9,2	44,9	45,9
1972	671	2.049	2.883	5.603	12,0	36,6	51,4
1973	640	1.808	2.887	5.335	12,0	33,9	54,1
1974	181	2.601	2.887	5.669	3,2	45,9	50,9
1975	83	1.108	2.887	4.078	2,0	27,2	70,8
1976	78	2.762	2.887	5.727	1,4	48,2	50,4
1977	119	6.553	2.902	9.574	1,2	68,5	30,3
1978	469	8.059	2.909	11.437	4,1	70,5	25,4
1979	686	13.128 <sup>(1)</sup>	2.335 <sup>(2)</sup>	16.149 <sup>(1)</sup>	4,2	81,3	14,5
1980	1.167	16.977 <sup>(1)</sup>	2.333 <sup>(2)</sup>	20.477 <sup>(1)</sup>	5,7	82,9	11,4
1981 <sup>(3)</sup>	1.312	13.793 <sup>(1)</sup>	2.333 <sup>(2)</sup>	17.438 <sup>(1)</sup>	7,5	79,1	13,4

<sup>(1)</sup> Compresi gli ECU avuti in cambio dell'oro ceduto al FECOM e valutato ai prezzi di mercato.

<sup>(2)</sup> Escluso l'oro (20% del totale) ceduto al FECOM in cambio di ECU.

<sup>(3)</sup> Situazione a fine giugno.

Fonte: Elaborazioni da *International Financial Statistics Yearbook*, 1980 e September 1981.

TAVOLA 2.

COMPONENTI DELLE RISERVE INTERNAZIONALI DELL'ITALIA  
(oro ai prezzi di mercato)  
(situazione a fine periodo)

	Valori assoluti in milioni di DSP				Percentuali sul totale		
	DSP + Posizione Fondo	Valuta estera	Oro ai prezzi di mercato	Totale	DSP + Posizione Fondo	Valuta estera	Oro ai prezzi di mercato
1970	353	2.113	3.082	5.548	6,4	38,1	55,5
1971	577	2.821	3.312	6.710	8,6	42,0	49,4
1972	671	2.049	4.924	7.644	8,8	26,8	64,4
1973	640	1.808	7.675	10.123	6,3	17,9	75,8
1974	181	2.601	12.564	15.346	1,2	16,9	81,9
1975	83	1.108	9.881	11.072	0,8	10,0	89,2
1976	78	2.762	9.566	12.406	0,6	22,3	77,1
1977	119	6.553	11.258	17.930	0,7	36,5	62,8
1978	469	8.059	14.419	22.947	2,0	35,1	62,9
1979	686	13.128 <sup>(1)</sup>	25.928 <sup>(2)</sup>	39.742 <sup>(1)</sup>	1,7	33,0	65,3
1980	1.167	16.977 <sup>(1)</sup>	30.815 <sup>(2)</sup>	48.959 <sup>(1)</sup>	2,4	34,7	62,9
1981 <sup>(3)</sup>	1.312	13.793 <sup>(1)</sup>	24.684 <sup>(2)</sup>	39.789 <sup>(1)</sup>	3,3	34,7	62,0

<sup>(1)</sup> Come nota <sup>(1)</sup> a Tavola 1.

<sup>(2)</sup> Come nota <sup>(2)</sup> a Tavola 1.

<sup>(3)</sup> Come nota <sup>(3)</sup> a Tavola 1.

Fonte: Elaborazioni da *International Financial Statistics Yearbook*, 1980 e September 1981.

TAVOLA 3

STIMA DELLA VARIAZIONE DELLE RISERVE IN ORO E VALUTA ESTERA  
DELL'ITALIA DOVUTO AI GUADAGNI IN CONTO CAPITALE  
(con l'oro ai prezzi di mercato)  
(miliardi di lire)

	Saldo autonomo	Variazione annua posizione netta aziende di credito <sup>(1)</sup>	Saldo bilancia dei pagamenti (a) - (b)	Var. annua totale valuta estera e oro ai prezzi di mercato <sup>(2)</sup>	(d) - (c) 100 $\frac{-(d)}{(c)}$ %
	(a)	(b)	(c)	(d)	(d) $\frac{-(d)}{(c)}$ %
1970					
1971	+ 481	- 294	+ 775	+ 719	- 7,8
1972	- 724	- 721	- 3	+ 455	100,7
1973	-2.857	-1.676	-1.181	+ 2.545	146,4
1974	-5.058	- 844	-4.214	+ 5.104	182,6
1975	- 829	+1.035	-1.864	- 3.265	42,9
1976	-1.283	-3.028	+1.745	+ 3.739	53,3
1977	+2.273	-2.052	+4.325	+ 6.324	31,6
1978	+7.698	+1.669	+6.029	+ 5.442	- 10,8
1979	+3.888	+1.801	+2.087	+17.067	87,8
1980	-6.039	-9.580	+3.541	+15.353	76,9

<sup>(1)</sup> I valori in dollari della Tavola 8 sono stati tradotti in lire al cambio di fine anno.

<sup>(2)</sup> I valori in DSP della Tavola 2 sono stati tradotti in lire al cambio di fine anno.

<sup>(3)</sup> Un valore pari a 100 indica che tutte le variazioni del valore delle riserve sono dovute alla rivalutazione delle medesime.

Elaborazioni: da Fonte B.I. - Relazioni Annuali; IFS Yearbook, 1980 e September 1981.

TAVOLA 4

RISERVE INTERNAZIONALI DELL'ITALIA IN RAPPORTO ALLE IMPORTAZIONI  
(valori percentuali)

	Riserve (oro a 35/DSP per oncia) sull'import <sup>(2)</sup>	Riserve (oro ai prezzi di mercato) sull'import <sup>(2)</sup>
1970	39,0	39,8
1971	41,5	43,7
1972	37,1	44,8
1973	25,0	40,6
1974	16,8	38,9
1975	16,7	45,4
1976	13,1	31,4
1977	20,0	39,7
1978	25,2 <sup>(1)</sup>	49,1 <sup>(1)</sup>
1979	24,6 <sup>(1)</sup>	55,8 <sup>(1)</sup>
1980	25,9 <sup>(1)</sup>	62,7 <sup>(1)</sup>

<sup>(1)</sup> Come nota <sup>(1)</sup> a Tavola 1.

<sup>(2)</sup> Le importazioni (fob) in miliardi di lire sono state tradotte in DSP dopo che si sono calcolati, con una interpolazione lineare, i valori centrali della serie del cambio lira/DSP a fine periodo, onde avere una stima del cambio a metà anno. Stessa interpolazione è stata fatta per le due serie del totale delle riserve (con l'oro a 35 DSP ed ai prezzi di mercato).

Fonte: Elaborazioni da IFS Yearbook, 1980 e September 1981.

TAVOLA 5

CONFRONTO FRA ANDAMENTO DEI PREZZI DELL'ORO E  
DEL PETROLIO NEGLI ANNI SETTANTA  
(medie annue)

	Indice prezzi in dollari base 1970 = 100		Variazioni percentuali			
	petrolio greggio	oro <sup>(1)</sup>	rispetto all'anno precedente		cumulate dal 1973	
			petrolio greggio	oro	petrolio greggio	oro
1970	100	100	—	—	—	—
1971	114,7	113,6	+ 14,7	+13,6	—	—
1972	124,0	161,8	+ 8,1	+42,5	—	—
1973	150,5	270,8	+ 21,3	+67,3	—	—
1974	413,2	443,1	+174,6	+63,6	+174,6	+ 63,6
1975	423,5	447,9	+ 2,5	+ 1,1	+181,4	+ 65,4
1976	453,9	347,3	+ 7,2	-22,5	+201,6	+ 28,2
1977	490,2	411,0	+ 8,0	+18,3	+225,7	+ 51,7
1978	490,2	537,7	—	+30,8	+225,7	+ 98,5
1979	659,3	853,3	+ 34,5	+58,7	+338,1	+215,1
1980	1.059,3	1.691,3	+ 60,7	+98,2	+603,9	+524,5
1981	1.195,6	1.315,7	+ 12,9	-22,2	+694,5	+385,8

<sup>(1)</sup> Quotazione sul mercato di Londra

Fonte: International Financial Statistics Yearbook, 1980 e September 1981 e Confindustria.

TAVOLA 6

QUOTA ITALIANA DELLE COMPONENTI DELLE RISERVE INTERNAZIONALI  
RISPETTO AI PAESI INDUSTRIALIZZATI  
(valori percentuali)

	DSP e Posizione Fondo	Valuta estera	Oro in quantità	Quota italiana del totale delle riserve dei paesi industrializzati	
				con l'oro a 35 DSP per oncia	con l'oro ai prezzi di mercato
1970	3,8	7,1	9,0	7,6	7,6
1971	5,6	5,1	9,3	6,5	6,6
1972	5,4	3,0	9,4	5,1	5,8
1973	5,3	2,8	9,4	4,9	6,4
1974	1,4	4,0	9,4	5,2	7,3
1975	0,6	1,6	9,5	3,6	5,9
1976	0,4	3,7	9,5	4,6	6,4
1977	0,6	6,6	9,4	6,4	7,5
1978	2,9	6,3	9,4	6,6	7,7
1979	4,0	9,7 <sup>(1)</sup>	8,5 <sup>(2)</sup>	8,9 <sup>(1)</sup>	8,6 <sup>(1)</sup>
1980	6,0	10,3 <sup>(1)</sup>	8,5 <sup>(2)</sup>	9,7 <sup>(1)</sup>	8,9 <sup>(1)</sup>
1981 <sup>(3)</sup>	5,4	8,3 <sup>(1)</sup>	8,5 <sup>(2)</sup>	8,0 <sup>(1)</sup>	8,3 <sup>(1)</sup>

<sup>(1)</sup> <sup>(2)</sup> Come le note <sup>(1)</sup> e <sup>(2)</sup> della Tavola 1 estendendo le considerazioni fatte anche agli altri partecipanti al FECON (incluso il Regno Unito).

<sup>(3)</sup> Come nota <sup>(2)</sup> della Tavola 1.

Fonte: Elaborazioni da International Financial Statistics Yearbook, 1980 e September 1981.

TAVOLA 7

QUOTA ITALIANA DELLE RISERVE INTERNAZIONALI E DEL PIL  
RISPETTO AI PAESI INDUSTRIALIZZATI  
(con l'oro ai prezzi di mercato)

	Quota italiana del totale delle riserve dei paesi industrializzati (con l'oro ai prezzi di mercato)	Quota italiana del totale del PIL dei paesi industrializzati
1970	7,60	4,78
1971	6,61	4,76
1972	5,79	4,77
1973	6,37	4,71
1974	7,26	4,69
1975	5,88	4,72
1976	6,40	4,27
1977	7,52	4,34
1978	7,74	4,40
1979	8,65 <sup>(1)</sup>	4,75
1980	8,93 <sup>(1)</sup>	5,24

<sup>(1)</sup> Come nota <sup>(1)</sup> della Tavola 1.

Fonte: Elaborazioni da IFS Yearbook, 1980 e September 1981.  
OCSE - Conti Nazionali 1950/75 e Main Economic Indicators, August 1981.

TAVOLA 8

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ SULL'ESTERO DELLE AZIENDE DI CREDITO DELL'ITALIA  
(in miliardi di dollari USA)

	Attività		Passività		Posizione netta
	Valori assoluti	Rispetto ai Paesi industr. (in %)	Valori assoluti	Rispetto ai Paesi industr. (in %)	
1970	11,5	8,6	11,6	8,0	- 0,1
1971	14,8	8,7	15,4	8,4	- 0,6
1972	21,3	10,0	23,2	10,0	- 1,8
1973	26,9	9,0	31,5	9,7	- 4,5
1974	17,1	4,6	22,6	5,5	- 5,5
1975	19,5	4,4	23,2	5,2	- 3,8
1976	16,9	3,2	23,3	4,4	- 6,4
1977	20,8	3,2	29,6	4,6	- 8,8
1978	29,6	3,4	36,8	4,3	- 7,2
1979	38,3	3,5	43,5	3,9	- 5,2
1980	34,2	2,6	49,0	3,7	- 14,8

Fonte: Elaborazioni da International Financial Statistics Yearbook, 1980 e September 1981.

TAVOLA 9

GRADO DI APERTURA COMMERCIALE DELL'ITALIA E  
DEI PAESI INDUSTRIALIZZATI  
(Totale interscambio commerciale con l'estero in rapporto al PIL)

	Italia	Paesi industrializzati	U.S.A.
1970	28,1	21,3	8,7
1971	28,1	21,5	8,7
1972	29,4	22,0	9,3
1973	32,5	24,9	11,1
1974	42,0	30,9	14,7
1975	38,1	28,4	13,8
1976	42,9	29,8	14,5
1977	43,4	29,9	14,8
1978	43,0	29,4	15,5
1979	46,4	32,3	17,1
1980	45,1	34,9	18,5

Fonte: Elaborazioni da IFS Yearbook, 1980 e September 1981, ed OCSE, Conti Nazionali.

TAVOLA 10

PARITTE CORRENTI, RAGIONI DI SCAMBIO E DOMANDA AGGREGATA

	Saldo delle partite correnti in rapporto al PIL	Ragioni di scambio (1975 = 100)	Differenza fra variazione percentuale della domanda finale dei Paesi OCSE (esclusa l'Italia) e dell'Italia <sup>(1)</sup>
1970	+1,1	125,6	-2,2
1971	+1,7	125,2	+2,3
1972	+1,6	125,5	+2,8
1973	-1,8	114,5	-0,3
1974	-4,7	93,6	-3,2
1975	-0,3	100,0	+4,3
1976	-1,5	96,2	+1,3
1977	+1,1	98,6	+2,2
1978	+2,4	100,9	+2,2
1979	+1,6	100,2	-1,3
1980	-2,5	93,2	-4,2

<sup>(1)</sup> Il valore del 1980 della domanda finale dei paesi OCSE è stato ottenuto applicando ai valori del 1979 (ai prezzi 1975) della domanda finale dei vari Paesi i rispettivi incrementi in quantità, come da Fonte OCSE. La domanda finale è definita con la somma sui consumi e degli investimenti privati e della spesa pubblica.

Fonti: Elaborazioni da: a) ISTAT - Conti economici nazionali per partite correnti e PIL;  
b) IFS - Yearbook 1980 e September 1981 per ragioni di scambio;  
c) OCSE - Conti nazionali e Domanda finale.

TASSI DI CAMBIO E PREZZI AL CONSUMO RELATIVI FRA ITALIA E USA  
(base 1965-68=100)

	Cambio Lira/Dollaro		Prezzi al consumo relativi Italia/U.S.A.	
	Numeri indici	Variazioni percentuali su anno precedente	Numeri indici	Variazioni percentuali su anno precedente
1970	100.5	—	94.8	- 1.0
1971	99.1	- 1.4	95.4	+ 0.6
1972	93.4	- 5.7	97.6	+ 2.3
1973	93.4	—	101.8	+ 4.3
1974	104.2	+11.6	109.2	+ 7.3
1975	104.6	+ 0.4	117.1	+ 7.2
1976	133.3	+27.5	129.3	+10.4
1977	141.4	+ 6.1	141.9	+ 9.7
1978	136.0	- 3.8	148.1	+ 4.4
1979	133.1	- 2.1	152.7	+ 3.1
1980	137.2	+ 3.1	163.1	+ 6.8
1981	182.1 <sup>(1)</sup>	+32.7 <sup>(1)</sup>	175.3 <sup>(2)</sup>	+ 7.6 <sup>(2)</sup>

(1) Previsione basata su una ipotesi di cambio medio lira-dollaro dell'ultimo trimestre 1981 di 1.180.

(2) Previsione, annualizzando la crescita 1° semestre 81/2° semestre 80.

Fonte: Elaborazioni da *IFS Yearbook*, 1980 e September 1981.

P.S. - G.T.