

Liquidità internazionale, debiti esteri e riserve nette: recenti sviluppi e prospettive

Scopo del presente lavoro è analizzare l'evoluzione della liquidità internazionale negli ultimi due anni susseguenti alla crisi petrolifera mettendo in evidenza le forme peculiari che ha assunto, e la sua associazione con un livello eccezionale di indebitamento verso l'estero. L'analisi conduce a considerazioni sull'adeguatezza della liquidità internazionale, nella sua attuale composizione, alle esigenze della comunità internazionale, e ad alcune proposte per giungere a uno sviluppo più equilibrato della liquidità stessa. E sottolinea l'importanza della distinzione fra riserve lorde e riserve nette e il diverso effetto che esercita sull'economia mondiale un aumento delle riserve lorde, a cui non corrisponda un aumento delle riserve nette, rispetto all'effetto di un aumento delle riserve nette.

Fattori che influenzano l'adeguatezza della liquidità internazionale

Un'analisi dell'andamento della liquidità internazionale può condurre a conclusioni significative sull'adeguatezza della liquidità solo mettendo a confronto la liquidità in essere con il fabbisogno di liquidità, ossia l'offerta di liquidità con la sua domanda. La domanda di liquidità non è una variabile che può essere osservata direttamente, e perciò, per valutarla, è necessario ricorrere ai fattori che la influenzano. Poiché la funzione della liquidità internazionale è quella di permettere ai singoli paesi di fronteggiare squilibri fra entrate e spese in valuta estera, il fabbisogno di liquidità internazionale dipenderà dai fattori che influenzano tali squilibri; se al limite l'ammontare del commercio internazionale fosse quasi nullo, oppure il regime dei cambi fosse tale

da condurre a un equilibrio automatico fra entrate e spese in valuta estera, il fabbisogno di liquidità internazionale sarebbe nullo, e ogni quantità di liquidità internazionale in essere sarebbe eccessiva.

Un primo fattore che influenza il fabbisogno di liquidità è costituito da una variabile di scala, che rappresenta l'effetto della dimensione dell'interscambio sul fabbisogno di liquidità. Si pensi a un paese per il quale nel medio termine esportazioni e importazioni si bilancino, ma che a causa della variabilità delle importazioni e delle esportazioni possa registrare squilibri temporanei nella sua bilancia dei pagamenti, che finanzia facendo uso delle sue riserve internazionali. A pari variabilità delle importazioni e delle esportazioni, gli squilibri in cui potrà incorrere saranno funzione del valore delle importazioni (o delle esportazioni). Questo valore è quindi una variabile di scala con cui deve essere confrontata la liquidità per valutarne l'adeguatezza. Un'altra variabile di scala è costituita dal prezzo dei beni scambiati sui mercati internazionali; essa può essere usata per deflazionare la liquidità nominale e ottenere un aggregato che rappresenti la liquidità in termini reali. Ovviamente, la liquidità in termini reali dovrà essere poi confrontata con un indice di volume del commercio mondiale, per ottenere un'indicazione dell'adeguatezza della liquidità reale rispetto all'espansione del volume dell'interscambio.

Un secondo fattore che influisce sul fabbisogno di liquidità internazionale è la possibilità di accesso a finanziamenti esterni. Se infatti le uniche riserve disponibili per un certo paese sono quelle che esso accumula attraverso un avanzo nelle partite correnti della sua bilancia dei pagamenti e un afflusso di capitali esogeno (per esempio, sotto forma di investimenti diretti), la sua economia sarà molto più vincolata da limiti esterni di quanto sia un paese che in situazione di bisogno possa ricorrere a finanziamenti esterni. La possibilità di accesso a finanziamenti esterni incontra però sempre dei limiti, rappresentati dalla propensione dei finanziatori ad erogare ulteriori crediti a chi si trovi in una posizione debitoria che vada progressivamente appesantendosi. L'ammontare di debiti verso l'estero già assunti è perciò un fattore che agisce negativamente sulla possibilità di ulteriori indebitamenti; inoltre tali debiti generano un onere per ammortamenti e rimborsi, che in assenza di eccedenze nelle altre partite della bilancia dei pagamenti dovrà essere coperto dalle riserve esistenti. È chiaro perciò che il volume dei debiti assunti diminuisce l'adeguatezza per un paese delle sue riserve, ed è un terzo fattore da considerare nel valutare il fabbisogno di liquidità.

Un quarto fattore importante in tale valutazione è il regime dei cambi. Si sarebbe potuto in linea di principio presumere che il passaggio dei principali paesi da un regime di cambi fissi a un regime di cambi flessibili, sia pure amministrati, avrebbe fatto diminuire negli ultimi anni il fabbisogno di riserve e di liquidità internazionale, in quanto avrebbe dovuto permettere un risparmio di riserve. L'esperienza fatta finora indica invece che ciò non è avvenuto, o è avvenuto solo in misura modesta; ciò è presumibilmente dovuto al fatto che il sistema di cambi fissi offriva dei punti di riferimento per operazioni speculative che fossero stabilizzanti, mentre il sistema di cambi flessibili ha generato una maggiore quantità di operazioni speculative basate su aspettative estrapolative, che sono risultate destabilizzanti, e che hanno richiesto maggiori interventi delle autorità (1).

Deve essere inoltre tenuto presente che i paesi la cui valuta fluttua indipendentemente sono assai pochi; gli altri paesi seguono ancora un sistema di cambi fissi ancorati in vario modo a una moneta o a un paniere di monete, oppure, nel caso di alcuni paesi europei, osservano un sistema di fluttuazione congiunta che richiede l'osservanza di margini fissi.

Andamento della liquidità internazionale nel periodo 1970-1973 e sue fonti di creazione

Fra la fine del 1969 e la fine del 1973 la liquidità internazionale più che raddoppiava, passando da 78,1 a 183,7 miliardi di dollari (tab. 1). Per valutare la rapidità di tale crescita si consideri che nel decennio precedente la liquidità internazionale era cresciuta del 30 per cento, essendo pari a 58,1 miliardi di dollari a fine 1959. La crescita della liquidità internazionale era prevalentemente dovuta all'espansione della sua componente in valuta estera, che passava da 32,3 miliardi di dollari a fine 1969 a 122,7 miliardi di dollari a fine 1973 con un aumento di 90,4 miliardi; le emissioni di diritti speciali di prelievo, che avevano luogo nel triennio 1970-72, creavano liquidità

(1) Si vedano per l'analisi empirica e le spiegazioni teoriche i lavori di J. WILLIAMSON, «Exchange rate flexibility and reserve use», *IMF*, 1974, e *Exchange rate flexibility and reserve use*, lavoro presentato alla Conferenza sui cambi flessibili e le politiche di stabilizzazione, Stoccolma, 26-27 agosto 1975. Evidenza empirica di movimenti di capitali destabilizzanti nel recente periodo di cambi fluttuanti è stata ottenuta per la Germania da J. ARVUS «Exchange Rate Stability and Managed Floating: the German Experience», *IMF*, ottobre 1975.

internazionale in misura relativamente assai modesta, per 9,4 miliardi di dollari, pari cioè a circa un decimo della liquidità prodotta dall'aumento delle valute estere possedute dalle autorità nazionali; infine la componente internazionale costituita dall'oro, valutato al prezzo ufficiale, aumentava di soli 3,9 miliardi di dollari, esclusivamente per effetto delle due rivalutazioni del prezzo ufficiale dell'oro in termini di dollari nel 1972 e nel 1973, mentre la componente della posizione di riserva sul Fondo rimaneva pressoché inalterata.

TABELLA 1

LIQUIDITA' INTERNAZIONALE IN MILIARDI DI DOLLARI: 1969-1975

Fine anno	Totale	Valuta estera	Oro	Posizione di riserva sul Fondo	Diritti Speciali di Prelievo
1969	78,1	32,3	39,1	6,7	—
1970	93,2	45,4	37,0	7,7	3,1
1971	131,5	79,2	39,0	6,9	6,4
1972	159,1	104,2	38,6	6,9	9,4
1973	183,7	122,7	43,0	7,4	10,6
1974	220,7	155,6	43,5	10,8	10,8
1975	227,9	161,3	41,5	14,8	10,3

Fonte: *International Financial Statistics*.

L'aumento della liquidità internazionale nel periodo 1970-73 era più elevato di quello del valore del commercio mondiale e delle importazioni aggregate. Il rapporto fra riserve aggregate e importazioni aggregate passava da 29 per cento nel 1970 a 34 nel 1973 (tab. 2); si invertiva pertanto il suo trend decrescente, in atto dagli anni « cinquanta ».

Nel periodo 1970-73, la principale fonte di creazione della valuta estera detenuta nelle riserve ufficiali è stato il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti sulla base delle transazioni ufficiali, disavanzo ammontato globalmente nei quattro anni considerati a 58 miliardi di dollari.

Di questi, solo 6,3 miliardi di dollari sono stati finanziati con una diminuzione delle riserve ufficiali americane; la differenza, pari a 51,7 miliardi, ha corrisposto a un aumento delle attività in dollari sugli Stati Uniti delle autorità ufficiali estere (tab. 3). Se si confronta

TABELLA 2

RAPPORTO FRA RISERVE E IMPORTAZIONI, 1966-1975 (1)
(rapporti percentuali)

	Mondo	Paesi industriali	Altri paesi sviluppati	Paesi esportatori di petrolio	Altri paesi in via di sviluppo
1966	37	40	31	43	27
1967	36	38	29	46	28
1968	33	34	30	45	28
1969	30	30	30	43	28
1970	29	28	28	43	29
1971	32	33	33	52	28
1972	33	37	48	63	32
1973	34	31	47	59	34
1974	26	21	29	78	25
1975	28	22	26	93	23

(1) Elaborazione a cura del Fondo Monetario Internazionale.

questo dato con l'aumento nel quadriennio della componente in valuta estera della liquidità internazionale (ossia delle riserve ufficiali detenute in valuta), che abbiamo indicato in 90,4 miliardi di dollari, risulta che il 57 per cento dell'aumento della componente in valuta estera della liquidità internazionale è dovuto al disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. La parte restante della valuta estera nelle riserve è costituita da attività detenute da autorità ufficiali su Regno Unito, Francia e Germania nelle valute rispettivamente di questi tre paesi, e da attività detenute dalle autorità ufficiali sui mercati internazionali delle eurovalute. Com'è indicato nella tab. 3, le attività detenute da autorità ufficiali sui tre citati paesi hanno avuto un aumento molto modesto nel periodo 1970-73, inferiore globalmente ai 4 miliardi di dollari, mentre una forte espansione hanno presentato le attività in eurovalute, che si può stimare siano aumentate di 26 miliardi di dollari circa. Come risulta da una interessante analisi del Fondo Monetario (2), il 60 per cento circa dell'aumento delle attività in eurodollari in questo periodo è risultato essere di pertinenza dei paesi in via di sviluppo, nonostante che in tale periodo

(2) Vedi FMI, *Relazione Annuale*, 1975, pag. 39.

TABELLA 3

FATTORI DI CREAZIONE DELLA LIQUIDITA' INTERNAZIONALE: 1970-1975
(in miliardi di dollari)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975
<i>Variazioni annuali di:</i>						
Oro	-2,1	2,0	-0,4	4,4	0,5	-2,0
DSP	3,1	3,3	3,0	1,2	0,2	-0,5
Posizione di riserve sul Fondo . . .	1,0	-0,8	—	0,5	3,4	4,0
<i>Valute estere detenute dalle autorità ufficiali</i>						
<i>a) Attività sugli Stati Uniti:</i>						
Deficit degli Stati Uniti sulla base delle transazioni ufficiali (1) . . .	10,7	30,4	11,0	5,3	8,4	2,0
Variazione delle riserve degli Stati Uniti (diminuzione —)	-2,9	-3,0	—	-0,2	1,4	0,6
Attività sugli Stati Uniti in dollari	7,8	27,4	11,0	5,1	9,8	2,6
<i>b) Attività sul Regno Unito in sterline</i>	0,5	2,2	0,9	-1,0	3,3	-2,6
<i>c) Attività sulla Germania Federale e sulla Francia in marchi e franchi francesi</i>	1,0	—	0,4	-0,1	0,1	-0,2
<i>d) Attività detenute nella valuta del creditore</i>	0,8	0,2	-0,2	0,8	-0,1	—
<i>e) Crediti in valuta estera provenienti da swaps e operazioni simili</i>	-2,1	-0,7	—	0,5	1,5	-0,4
<i>f) Attività in eurovalute:</i>	5,8	1,6	10,2	8,3	15,7	6,3 (3)
Attività in eurodollari	(5,5)	(0,8)	(8,1)	(5,8)	(14,9)	...
Attività in altre eurovalute	(0,3)	(0,8)	(2,1)	(2,5)	(0,8)	...
<i>g) Attività sulla Banca Mondiale e IDA</i>	0,1	-0,1	—	0,1	0,2	—
<i>h) Residuo (2)</i>	-0,8	3,2	2,7	4,8	2,4	— (3)
TOTALE creazione di valuta estera . . .	13,1	33,8	25,0	18,5	32,9	5,7
TOTALE creazione di liquidità internaz.	15,1	38,3	27,6	24,6	37,0	7,2

(1) Il deficit degli Stati Uniti è calcolato al netto dell'allocazione di DSP che sono inclusi nella variazione delle riserve.

(2) Include asimmetrie dovute al fatto che i dati sulle passività in valuta degli Stati Uniti e del Regno Unito sono più completi dei dati sulle riserve comunicate al Fondo e inclusi nelle statistiche dell'*International Financial Statistics*.

(3) Dati provvisori.

Fonte: Per i dati fino al 1974, elaborazioni da *IMF Annual Report 1975*. Per il 1975 *International Financial Statistics*; U.S. DEPT. OF COMMERCE, *Survey of Current Business*; *Bank of England Quarterly Bulletin*, *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*.

l'aumento delle loro riserve sia stato pari a solo il 30 per cento dell'aumento totale delle riserve (tab. 4). La propensione a detenere riserve sul mercato degli eurodollari è stata cioè sensibilmente più forte per i paesi sottosviluppati che per quelli sviluppati.

La crisi petrolifera e i suoi effetti sulla liquidità internazionale

Alla fine del 1973 i paesi produttori di petrolio triplicavano i prezzi del greggio, in tal modo perturbando gravemente l'equilibrio del sistema economico e monetario internazionale. Nel rapporto annuale del FMI del 1974, preparato verso la metà di quell'anno, gli economisti del Fondo Monetario cercavano di prevedere l'effetto che gli ingenti avanzi della bilancia dei pagamenti dei paesi esportatori di petrolio, e i disavanzi dei paesi importatori di petrolio, avrebbero potuto avere sulla liquidità internazionale. Questa in linea di principio avrebbe potuto rimanere immutata, crescere o diminuire. Se i paesi esportatori di petrolio, ai quali le riserve venivano trasferite dai paesi importatori, le avessero detenute nella stessa forma dei paesi che gliel'avevano trasferite, la liquidità internazionale non sarebbe mutata, pur mutando la sua distribuzione fra i vari paesi. Se invece i paesi importatori avessero trasferito ai paesi esportatori riserve prima detenute sui mercati delle eurovalute, e i paesi esportatori di petrolio le avessero depositate nei paesi emittenti valute di riserva (soprattutto Stati Uniti e Regno Unito), la liquidità internazionale avrebbe potuto diminuire, poiché la diminuzione della quantità di fondi impiegata negli euromercati avrebbe richiesto ai paesi che avevano precedentemente acquisito riserve indebitandosi su questi mercati di procedere a rimborsi; i paesi importatori in tali circostanze avrebbero potuto tuttavia ricorrere a finanziamenti dei paesi emittenti le valute di riserva, in tal modo attenuando la diminuzione delle loro riserve, e di conseguenza la liquidità internazionale avrebbe potuto non diminuire. Infine, terzo caso possibile, se i paesi importatori avessero trasferito riserve in valuta detenute nei paesi emittenti, e i paesi esportatori di petrolio le avessero depositate sui mercati delle eurovalute dai quali i paesi importatori le avessero di nuovo prese a prestito, la liquidità internazionale sarebbe aumentata; infatti le riserve dei paesi importatori non sarebbero diminuite, a costo tuttavia di una assunzione di debiti, mentre quelle dei paesi esportatori sarebbero aumentate. Era chiaro, comunque, che l'aumento della liquidità totale sarebbe andato a beneficio solo del ristretto numero di paesi esportatori di petrolio.

RISERVE UFFICIALI TOTALI E RISERVE DETENUTE IN EURODOLLARI, PER CATEGORIE DI PAESI: 1969-1974

(in miliardi di dollari)

Fine anno	Paesi sviluppati		Paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio		Paesi esportatori di petrolio		Tutti i paesi	
	riserve totali	di cui riserve in eurodollari	riserve totali	di cui riserve in eurodollari	riserve totali	di cui riserve in eurodollari	riserve totali	di cui riserve in eurodollari
1969	62,6	2,8	11,3	1,3	4,2	0,8	78,1	4,9
1970	74,3	6,6	13,7	2,1	5,2	1,6	93,2	10,4
1971	107,3	5,4	15,5	2,7	8,7	3,0	131,5	11,1
1972	126,9	9,4	21,0	5,7	11,2	4,2	159,1	19,3
1973	139,5	12,7	29,3	7,4	14,9	4,9	183,7	25,0
1974	141,0	11,4	31,7	8,9	48,0	19,8	220,7	40,1

FONTI: *International Financial Statistics e IMF Annual Report 1975.*

In effetti nel 1974 il forte aumento nelle riserve possedute dai paesi esportatori di petrolio, pari a 33,1 miliardi di dollari, si è accompagnato con una sostanziale stabilità delle riserve degli altri paesi, aumentate di 3,9 miliardi di dollari, e quindi ha portato a un notevole aumento della liquidità internazionale, che passava da 183,7 miliardi di dollari alla fine del 1973 a 220,7 miliardi alla fine del 1974 (3). Nel 1975 le riserve dei paesi esportatori di petrolio hanno continuato ad aumentare con una crescita pari a 10 miliardi di dollari, che è stata di importo minore di quella avvenuta nel 1974 a causa della diminuzione dell'avanzo delle loro bilance dei pagamenti, sceso da 70 miliardi di dollari nel 1974 a 35 miliardi nel 1975. A differenza del 1974, nel 1975 le riserve degli altri paesi sono diminuite (di 2,8 miliardi di dollari). Di conseguenza la liquidità internazionale ha avuto una crescita modesta, pari a 7,2 miliardi di dollari (da 220,7 miliardi alla fine del 1974 a 227,9 miliardi alla fine del 1975). Sia nel 1974 che nel 1975 la liquidità internazionale è cresciuta meno del valore del commercio mondiale; nel 1974, a fronte di un aumento della liquidità, da fine anno a fine anno, del 20 per cento, il valore del commercio mondiale misurato sulla base delle importazioni è aumentato del 46 per cento; nel 1975 la liquidità è cresciuta del 3,2 per cento e il valore del commercio mondiale del 4 per cento. Il rapporto fra riserve aggregate e importazioni è quindi diminuito, da 34 per cento nel 1973 a 26 nel 1974 per risalire lievemente al 28 per cento nel 1975. Dato però che l'aumento della liquidità in questi due anni è avvenuto a quasi esclusivo beneficio dei paesi esportatori di petrolio, l'andamento di questo rapporto globale sottostima il peggioramento che si è avuto per tutti gli altri paesi; per i paesi industrializzati il rapporto è sceso fra il 1973 e il 1975 dal 31 al 22 per cento, per gli altri paesi sviluppati dal 47 al 26 per cento e per i paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio dal 34 al 23 per cento.

L'aumento della liquidità internazionale nel 1974 si è realizzato seguendo le modalità della terza alternativa discussa nel citato rapporto del Fondo Monetario: i paesi produttori di petrolio hanno investito larga parte delle loro nuove riserve nei mercati internazionali dei capitali, e i paesi importatori si sono indebitati in misura ingente

(3) Nel corso di questo lavoro per paesi esportatori di petrolio si intende il gruppo costituito dai paesi che sono i maggiori esportatori, escludendo gli esportatori minori. Tale gruppo è formato da: Algeria, Arabia Saudita, Bahrain, Ecuador, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Trinidad e Tobago, Unione degli Emirati Arabi, Venezuela.

su questi mercati per finanziare i disavanzi, non facendo ricorso, se considerati in aggregato, alle loro riserve preesistenti.

I dati relativi alle forme di impiego delle riserve dei paesi esportatori di petrolio sono riportati nella tab. 5. Sia nel 1974 sia nel 1975 circa metà dell'aumento delle riserve ha assunto la forma di depositi sul mercato delle eurovalute. Nel 1974 queste attività sono aumentate

TABELLA 5

VARIAZIONE DELLE RISERVE UFFICIALI DEI PAESI ESPORTATORI DI PETROLIO E DEGLI ALTRI PAESI NEL BIENNIO 1974-75, E SUA COMPOSIZIONE (1)
(in miliardi di dollari)

	1974			1975		
	Paesi esportatori di petrolio	Altri	Totale	Paesi esportatori di petrolio	Altri	Totale
<i>Componenti delle riserve</i>						
Oro	0,1	0,4	0,5	- 0,1	- 1,9	- 2,0
DPS	—	0,2	0,2	—	- 0,5	- 0,5
Posizione di riserva sul Fondo	2,0	1,4	3,4	2,8	1,2	4,0
<i>Valuta estera</i>						
Attività sugli Stati Uniti .	7,4	2,4	9,8	3,5	- 0,9	2,6
Attività sul Regno Unito .	5,2	- 1,9	3,3	- 1,5	- 1,1	- 2,6
(di cui aggiustamenti di cambio)	(—)	(—)	(—)	(- 0,9)	(- 0,4)	(- 1,3)
Attività sul mercato delle eurovalute	15,7	—	15,7	5,3	1,0	6,3
Attività sulla Francia e Germania Federale . .	2,3	- 0,5	1,8	—	- 0,2	- 0,2
Altre (2)	0,4	1,9	2,3	—	- 0,4	- 0,4
Totale riserve	33,1	3,9	37,0	10,0	- 2,8	7,2

(1) Incluso l'effetto degli aggiustamenti di cambio sul valore in dollari delle riserve.

(2) Include prestiti *swaps* fra paesi, fra cui le operazioni fra Bundesbank e Banca d'Italia e attività su altri paesi, oltre ad asimmetrie dovute al fatto che i dati sulle passività in valuta degli Stati Uniti e del Regno Unito sono più completi dei dati sulle riserve in valuta estera comunicati al Fondo e inclusi nelle statistiche dell'*International Financial Statistics*.

FONTE: Oro, DSP, posizione di riserva sul Fondo e totale valuta estera da *International Financial Statistics*. Attività sugli Stati Uniti da *U.S. Treasury Bulletin*; attività sul Regno Unito da *Bank of England Quarterly Bulletin*; attività sulla Germania dal *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*; attività sulla Francia e attività su eurovalute da informazioni del FMI. I dati per il 1975 sulle attività in eurovalute sono provvisori. Per i dati del 1974 si veda anche *IMF Annual Report 1975*.

di 15,7 miliardi di dollari su un aumento totale delle riserve per questi paesi di 33,1 miliardi. Nel 1975 si può stimare, su dati ancora provvisori, che tali attività siano cresciute di circa 6 miliardi, mentre le riserve totali dei paesi in questione sono aumentate di 10 miliardi (4).

La parte dell'aumento delle riserve impiegata in attività sugli Stati Uniti è cresciuta fra il 1974 e il 1975 da 22 a 35 per cento (l'aumento di tali attività è stato nei due anni rispettivamente di 7,4 e 3,5 miliardi di dollari); la parte delle riserve impiegata in attività sul Regno Unito, che era cresciuta di 5 miliardi di dollari nel 1974, ha presentato invece nel 1975 una diminuzione di 1,5 miliardi (0,6 miliardi al netto degli aggiustamenti di cambio) presumibilmente dovuta a sfiducia nel futuro della sterlina. Infine, vi è stato un sensibile aumento della posizione di riserva sul Fondo dei paesi petroliferi (2 miliardi di dollari nel 1974 e 2,8 nel 1975), a seguito dei prestiti alla *Oil Facility*, istituita nel 1974 e nel 1975 in seno al Fondo Monetario (5).

Per quanto concerne gli altri paesi, la sostanziale stabilità delle riserve nel biennio 1974-75 veniva conseguita tramite il reperimento di finanziamenti esteri pari a ben 45 miliardi di dollari circa per i paesi sottosviluppati e a 33 miliardi circa per i paesi sviluppati (tab. 6); una larga parte dei finanziamenti esterni è stata attinta, come si vedrà nel paragrafo successivo, sul mercato degli eurodollari e sul mercato finanziario americano, e cioè nei mercati dove i paesi esportatori di petrolio avevano prevalentemente impiegato le loro riserve, oltre che investito sia capitali privati sia altre disponibilità pubbliche non di pertinenza delle autorità monetarie (e quindi non incluse nelle riserve). Il massiccio ricorso a finanziamenti esteri faceva sì che le riserve dei paesi in via di sviluppo al netto dei loro debiti esteri (riserve nette), passassero da un importo negativo di -33 miliardi alla fine del 1973 a un valore negativo di -65 miliardi alla fine del 1975 (tab. 7) (6).

(4) Si noti che l'aumento delle riserve costituisce solo una parte dell'impiego del *surplus* di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio; un'altra parte è costituita da prestiti a governi stranieri e organismi internazionali e da investimenti all'estero di capitali privati. Per questo motivo i dati riportati in questa sezione non corrispondono a quelli di altre pubblicazioni che esaminano come i paesi esportatori di petrolio hanno impiegato il loro *surplus* di parte corrente; dati di questo genere sono, per esempio, periodicamente presentati nel bollettino della Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*.

(5) Secondo le regole del Fondo, prestiti alla *Oil Facility* aumentano di pari ammontare la posizione di riserva sul Fondo del paese che li ha concessi.

(6) La variazione annuale della consistenza del debito estero differisce dal volume dei finanziamenti esteri, prima menzionato, a causa dell'effetto di cancellazione di debiti, nazionalizzazioni, aggiustamento di cambi e altri aggiustamenti.

TABELLA 6

INDEBITAMENTO SULL'ESTERO DI NATURA COMPENSATIVA
DEI PAESI IMPORTATORI DI PETROLIO 1973-1975
(in miliardi di dollari)

	1973	1974	1975
I. Paesi sviluppati (settore pubblico) (1)	13,0	24,4	8,1
di cui: Italia	5,2	7,6	- 0,3
Francia	2,6	7,5	—
Regno Unito	0,1	4,1	1,8
II. Paesi in via di sviluppo (settore privato e pubblico)	10,5	20,9	24,3
di cui:			
Prestiti ottenuti da autorità ufficiali (Governi stranieri e Banche di sviluppo internazionali)	5,2	7,1	8,3
Prestiti ottenuti dal Fondo Monetario Internazionale	0,1	1,3	2,0
Prestiti bancari	3,8	11,7	14,0
Crediti alle importazioni	0,3	0,4	0,5
Altri ed errori e omissioni	1,1	0,4	- 0,5
Per memoria:			
Paesi sviluppati:			
— disavanzo (avanzo —) delle partite correnti della bilancia dei pagamenti	- 11,0	24,9	- 1,0
— variazione delle riserve	12,7	1,5	- 1,2
Paesi in via di sviluppo:			
— disavanzo delle partite correnti a)	9,2	27,5	35,0
— trasferimenti ufficiali e investimenti diretti b)	7,0	9,0	9,0
— variazione delle riserve c)	8,3	2,4	- 1,7
— saldo da finanziare con indebitamenti all'estero = a) — b) + c) = II	10,5	20,9	24,3

(1) Indebitamento estero del settore pubblico (governo centrale, enti locali, imprese pubbliche) dei seguenti paesi: Austria, Danimarca, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islanda, Italia, Jugoslavia, Norvegia, Nuova Zelanda, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Svezia, Turchia.

FONTI: Indebitamento dei paesi sviluppati: dai bollettini statistici nazionali e stime dal FMI; indebitamento dei paesi in via di sviluppo, disavanzi delle partite correnti, trasferimenti ufficiali e investimenti diretti nei paesi in via di sviluppo: da *World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internazionale, dicembre 1975.

TABELLA 7

RISERVE LORDE, DEBITI ESTERI E RISERVE NETTE: 1972-1975
(in miliardi di dollari)

A fine anno	Paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio			Paesi sviluppati			Mondo		
	riserve lorde	debiti esteri a)	riserve nette	riserve lorde	debiti esteri b)	riserve nette	riserve totali lorde c)	debiti esteri d = a + b	riserve totali nette c — d
1972	21,0	53,0	- 32,0	126,8	14,2	112,6	159,1	67,2	91,9
1973	29,3	62,5	- 33,2	139,5	27,2	112,3	183,7	89,7	94,0
1974	31,7	78,0	- 46,3	141,0	51,6	89,4	220,7	129,6	91,1
1975	30,0	95,6	- 65,6	139,8	59,8	80,0	227,9	155,4	72,5

FONTI: Riserve lorde da *International Financial Statistics*; debiti esteri: vedi tab. 6.

Per i paesi sviluppati le riserve al netto dei debiti esteri scendevano da 112 miliardi circa alla fine del 1973 a 80 miliardi circa alla fine del 1975. Le riserve totali di tutti i paesi del mondo al netto dei debiti esteri di queste due categorie di paesi, che possiamo definire costituire la liquidità internazionale netta, diminuivano di 22 miliardi, da 94 miliardi alla fine del 1973 a 72 miliardi circa alla fine del 1975, mentre, come si è visto, la liquidità internazionale (lorda) aumentava in questo periodo di 44,2 miliardi (da 183,7 a 227,9 miliardi).

L'aumento della liquidità internazionale avveniva pertanto al costo di una enorme crescita dei debiti esteri dei singoli paesi, che non poteva non avere influenza sulle politiche economiche perseguite. La quantità di liquidità internazionale poteva sembrare non costituire vincolo immediato per i paesi deficitari i quali riuscivano, attraverso l'indebitamento, a soddisfare le immediate esigenze di cassa. Tuttavia proprio il ricorso a forme di finanziamento esterno, piuttosto che all'uso delle proprie riserve, indica che i paesi importatori di petrolio nel loro complesso non ritenevano che il livello preesistente delle loro riserve fosse talmente abbondante da permetterne una riduzione. È cioè chiaro che la crescita della liquidità internazionale nel 1974 e nel 1975 non può essere valutata come un fattore che ha aumentato l'adeguatezza della liquidità rispetto al fabbisogno. Un giudizio sulla adeguatezza della liquidità internazionale che non tenga conto del volume dei debiti esteri che gravano sui singoli paesi

sarebbe infatti gravemente distorto. L'aumento della liquidità internazionale nel 1974 e nel 1975 non è avvenuto per effetto di fattori, quali il disavanzo della bilancia dei pagamenti americana sulla base delle transazioni ufficiali, o la creazione di riserve primarie (DSP e posizione di riserva sul Fondo) (7), che aumentano le riserve senza accrescerne gli oneri; è avvenuto invece attraverso l'assunzione di debiti da parte dei paesi importatori di petrolio, che in tal guisa hanno potuto evitare la flessione delle loro riserve che avrebbe altrimenti avuto luogo.

Riserve ottenute con indebitamenti possono essere usate dai paesi mutuatari solo temporaneamente per finanziare i loro squilibri. Le riserve nette di questi paesi non possono infatti rimanere per lungo tempo a livello basso o negativo senza suscitare preoccupazione e sfiducia da parte dei paesi creditori. In altri termini, una situazione di riserve nette basse o negative costituisce un elemento di instabilità nel sistema economico. Il ruolo svolto da un dato livello di riserve « lorde », e di liquidità internazionale « lorda », nel permettere il finanziamento di squilibri di bilancia dei pagamenti è funzione del livello di riserve « nette » e di liquidità internazionale netta che ad esso si accompagna.

Risulta utile per spiegare il diverso modo di creazione della liquidità lorda e di quella netta definire come fattori « primari » di creazione di liquidità l'aumento dell'oro detenuto dalle autorità ufficiali, dei diritti speciali di prelievo, della posizione di riserva sul Fondo e delle attività in valuta dovute a disavanzi dei paesi emittenti valute di riserva, e come fattori « secondari » i debiti contratti da autorità ufficiali. L'esame precedente intende sottolineare la differenza funzionale fra liquidità creata da fattori primari e liquidità creata da fattori secondari; solo i fattori primari portano a un aumento delle riserve nette complessive e della liquidità internazionale netta. I fattori secondari di creazione aumentano le riserve lorde complessive e la liquidità internazionale lorda, ma non modificano le riserve nette.

In questa analisi, introducendo i concetti di riserve nette e lorde e di fattori « primari » e « secondari » di creazione di liquidità, ci

(7) In pratica un aumento della posizione di riserva sul Fondo ottenuto in tale forma si può avere solo con l'aumento delle quote del Fondo Monetario che sia accompagnato dalla clausola che l'incremento della quota possa essere interamente pagato in valuta nazionale, anziché, come prevedono gli Statuti attuali, per un quarto in oro. Il secondo emendamento allo Statuto del Fondo, attualmente in attesa di ratifica parlamentare, consente che aumenti delle quote siano effettuati in valuta nazionale.

siamo riferiti a rapporti di credito e debito solo fra paesi non emittenti valute di riserva. Le componenti in valuta delle riserve e della liquidità internazionale possono infatti concorrere a creare riserve nette e liquidità internazionale netta, solo se non si tiene conto della passività che esse rappresentano per i paesi che tali valute hanno emesso. Se tali passività fossero invece prese in considerazione, solo le componenti diverse dalle valute di riserva e cioè oro, diritti speciali di prelievo e posizione sul Fondo non avrebbero come contropartita alcuna passività e quindi concorrerebbero a creare riserve nette e liquidità netta. In questo lavoro tuttavia non intendiamo trattare, per i motivi che indicheremo, i problemi connessi al fatto che la componente in valuta estera della liquidità internazionale corrisponde a passività a vista dei paesi che la emettono, passività che gli altri paesi potrebbero non essere disposti a detenere; questi problemi, come è noto, sono stati sottolineati da Robert Triffin fin dalla fine degli anni « cinquanta » (8), e hanno stimolato gli studi e i negoziati che hanno portato alla istituzione dei diritti speciali di prelievo, emessi per la prima volta nel 1970. La differenza sostanziale fra le passività a vista verso l'estero dei paesi emittenti valute di riserva e i debiti esteri degli altri paesi sta nel fatto che le prime costituiscono uno strumento largamente utilizzato nelle transazioni internazionali, cosicché godono di una domanda a scopo di transazione e a scopo precauzionale; i debiti esteri degli altri paesi sono invece esclusivamente una forma di investimento di portafoglio, che dipende dalla fiducia nella solvibilità del debitore. Nella misura in cui la quantità delle valute usate nelle transazioni internazionali e per questo accettate come strumenti di riserva eccede la domanda a scopo di transazione e a scopo precauzionale (i cosiddetti *working balances*), la differenza sarà detenuta come forma di investimento di portafoglio, come nel caso dei debiti esteri degli altri paesi, col risultato che l'atteggiamento dei suoi detentori potrà avvicinarsi a quello dei detentori di crediti verso altri paesi. Uscirebbe dall'ambito di questo lavoro esaminare il quesito se le valute di riserva siano superiori al fabbisogno di *working balances*. Basti qui accennare al fatto che gli elementi di riferimento per valutare se le valute di riserva siano in eccesso sono molto mutati con la crisi petrolifera, che ha aumentato gli squilibri delle bilance dei paga-

(8) Cfr. gli articoli di R. TRIFFIN, « Il ritorno alla convertibilità 1926-1931 e 1958-? », in questa Rivista, marzo 1959, e « La convertibilità di domani. Fini e mezzi della politica monetaria internazionale », in questa Rivista, settembre 1959, articoli rifusi in *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven, 1960.

menti e il fabbisogno di valute di riserva per finanziarli, e con l'accelerazione dell'inflazione mondiale. Questa considerazione ci pare giustifichi l'assunto adottato in questo lavoro che le passività costituite dai debiti esteri dei paesi non emittenti valute di riserva siano qualitativamente e funzionalmente diverse dalle passività a vista rappresentate dalle valute di riserva per i paesi che le emettono.

L'indebitamento verso l'estero dei paesi importatori di petrolio e suoi effetti

Nel paragrafo precedente si è sottolineato come nei due anni successivi alla crisi petrolifera della fine del 1973, i paesi importatori di petrolio, sia sviluppati sia sottosviluppati, abbiano preservato l'ammontare delle loro riserve indebitandosi per ingenti importi. Per quanto concerne i paesi sviluppati è verosimilmente corretto considerare come prestiti compensativi del disavanzo delle partite correnti solo quelli contratti dal settore pubblico, cioè dal Governo centrale, dagli enti locali e dalle imprese pubbliche, poiché le operazioni con l'estero del settore privato sono in larga misura causate da fattori autonomi e non sono soggette al controllo delle autorità. Per i paesi in via di sviluppo, nei quali in genere tutte le operazioni valutarie, compresi i movimenti di capitale, sono strettamente controllate, la distinzione fra movimenti di capitale compensativi e autonomi è meno significativa; pertanto per questi paesi si sono considerati come operazioni di indebitamento compensativo tutti i movimenti di capitali salvo quelli, come gli investimenti diretti di capitale e i trasferimenti governativi, che non generano posizioni debitorie.

I dati sull'indebitamento di natura compensativa sono riportati nella tab. 6. I finanziamenti all'estero ottenuti dai paesi sviluppati, pari a 24 miliardi di dollari circa nel 1974 e a 8 miliardi nel 1975, sono stati ottenuti in gran parte sui mercati delle eurovalute sia attraverso prestiti sia attraverso emissioni di obbligazioni. Dati della Banca Mondiale indicano che nel 1974 il settore pubblico dei paesi sviluppati ha emesso obbligazioni sui mercati delle eurovalute per un importo pari a 1,5 miliardi di dollari, e vi ha ottenuto prestiti, pubblicamente annunciati, per 11,7 miliardi di dollari: in totale, 13,2 miliardi di dollari (9). Nel 1975 i finanziamenti ottenuti dal settore

(9) Vedasi la pubblicazione della BANCA MONDIALE, *Borrowing in International Capital Markets*, varie edizioni.

pubblico dei paesi sviluppati sui mercati delle eurovalute sono ammontati a 6,6 miliardi di dollari (4,6 attraverso collocamento di obbligazioni e 2 miliardi attraverso prestiti).

Per quanto concerne i paesi in via di sviluppo, a fronte di un aumento del disavanzo delle partite correnti da 9,2 miliardi di dollari nel 1973 a 27,5 miliardi nel 1974 e a 35 miliardi nel 1975 e di una sostanziale stabilità in questi tre anni dei trasferimenti ufficiali e degli investimenti diretti di capitali, i finanziamenti esteri, che erano ammontati a 10,5 miliardi di dollari sia nel 1972 sia nel 1973, passavano a 20,9 miliardi nel 1974 e a 24,3 miliardi nel 1975 (tab. 6). Tale aumento del finanziamento estero era accompagnato da una profonda modifica della composizione dei finanziamenti per categorie, data dalla crescita, sul totale, della quota dei prestiti bancari esteri.

I prestiti bancari avevano costituito fino al 1973 una forma di finanziamento di dimensione molto inferiore ai prestiti ottenuti presso Governi stranieri e istituzioni multilaterali di sviluppo; nel 1973 queste due forme di finanziamento presentavano un aumento rispettivamente pari a 3,8 e 5,2 miliardi di dollari. Nel 1974 l'espansione dei prestiti bancari esteri è stata invece di tre volte superiore a quella verificatasi nel 1973 (11,7 miliardi di dollari contro 3,8 miliardi nel 1973), mentre la crescita dei finanziamenti esteri ottenuti presso Governi e istituzioni multilaterali di sviluppo era solo del 40 per cento circa superiore a quella del 1973 (7,1 miliardi contro 5,2). Nel 1975 l'espansione dei prestiti bancari è stata di 14 miliardi di dollari, mentre i finanziamenti da Governi esteri e istituzioni multilaterali ammontavano a 8,3 miliardi. Il Fondo Monetario ha stimato che alla fine del 1975 la consistenza dei prestiti bancari in essere dei paesi in via di sviluppo fosse pari a ben 26 miliardi di dollari, rispetto a 9,6 miliardi in essere a fine 1973, con un aumento quindi fra i due anni di quasi tre volte. In conclusione, i paesi in via di sviluppo hanno reagito all'enorme aumento del loro disavanzo di parte corrente negli ultimi due anni ricorrendo in misura ingente ai mercati privati internazionali dei capitali attraverso il canale delle banche estere, poiché il finanziamento attraverso autorità ufficiali (Governi, Banche di sviluppo internazionale, FMI) si espandeva in misura inadeguata rispetto al fabbisogno.

I mercati internazionali dei capitali hanno così svolto una parte importante della funzione di riciclaggio dei capitali dai paesi esportatori di petrolio ai paesi importatori, sia sviluppati sia in via di

sviluppo, consentendo ai paesi importatori di mantenere nel biennio 1974-75 pressoché stabili nell'aggregato le loro riserve lorde. Il processo di riciclaggio attraverso i mercati internazionali non è però stato indolore. I paesi sviluppati maggiormente colpiti dalla crisi petrolifera hanno dovuto rendersi conto ben presto che la loro capacità di attingere a tali mercati era limitata essendo essa vincolata dalla *creditworthiness* di ogni paese. Ne seguiva che molti paesi sviluppati erano obbligati, sia pure in tempi diversi, a frenare o a ridurre il livello della domanda interna, al fine di contenere le importazioni e migliorare le bilance dei pagamenti. In altri termini, in molti casi i finanziamenti esterni non risultavano disponibili nella misura necessaria ad economie operanti a un normale livello di attività economica. I provvedimenti deflazionistici adottati per questo motivo da molti paesi sviluppati sono stati uno dei fattori principali della recessione mondiale del 1974 e 1975, cui peraltro hanno contribuito le politiche antiinflazionistiche e restrittive di paesi, quali gli Stati Uniti e la Germania, che non avevano invece difficoltà per finanziare il maggior onere per le importazioni di petrolio, o perché l'avanzo delle partite non petrolifere delle loro bilance delle partite correnti più che compensava il disavanzo petrolifero (caso della Germania), o perché beneficiavano di un forte afflusso di capitali dei paesi esportatori di petrolio (caso degli Stati Uniti).

I paesi in via di sviluppo hanno potuto far fronte agli enormi disavanzi delle partite correnti registrate nel 1974 e nel 1975 facendo prevalentemente ricorso a prestiti bancari, che sono assai più onerosi dei finanziamenti concessi da autorità ufficiali e che hanno scadenze più brevi. L'ammontare dei debiti esteri accumulati e la capacità di far fronte agli oneri finanziari connessi a tali debiti varia da paese a paese; alcuni, come Argentina, Perù, Cile, Zaire, Zambia, Filippine, si trovano già ora in gravi difficoltà nell'assolvere gli obblighi finanziari connessi al loro debito estero; altri, quali Corea, Brasile, Pakistan, hanno ormai difficoltà ad ottenere ulteriori finanziamenti data l'elevata esposizione raggiunta (10). Vi sono poi altri paesi, con capacità produttiva limitata, per i quali non è possibile accedere ai mercati finanziari. Più in generale, le banche e gli investitori internazionali, in considerazione della gravosa situazione debitoria di molti

(10) Vedasi a tale proposito il rapporto dello U.S. TREASURY, *Report on Developing Countries External Debt and Debt Relief Provided by the United States*, Washington, gennaio 1976.

paesi in via di sviluppo, stanno diventando molto più cauti che in passato riguardo alla concessione di ulteriori prestiti, cosicché è improbabile che la ingente espansione dei prestiti bancari esteri del 1974 e 1975 possa continuare. Ciò ha costretto molti paesi in via di sviluppo, specialmente a partire dal 1975, a ridurre gli obiettivi di crescita e a perseguire politiche economiche meno espansive.

Il debito accumulato dai paesi a struttura economica più debole ha certamente creato un elemento di instabilità nell'economia mondiale, poiché ha reso l'equilibrio finanziario di molti paesi più precario e dipendente dagli atteggiamenti delle istituzioni finanziarie private loro creditrici.

Il processo di sviluppo di tali paesi non può non risulterne negativamente influenzato. L'analisi svolta in questo paragrafo si ricollega alle considerazioni presentate nel paragrafo sul volume dei debiti esteri come fattore di adeguatezza delle riserve, e permette di meglio chiarirle. Conferma che i finanziamenti esteri possono essere un sostituto dell'uso delle riserve solo nel breve periodo. L'indebitamento estero di un singolo paese incontra presto un limite nella disponibilità dei creditori a finanziare posizioni debitorie progressivamente più pesanti, cosicché il paese deve ben presto adottare misure deflazionistiche interne.

Per questo motivo i paesi importatori di petrolio avrebbero potuto adottare politiche meno restrittive se invece di ricorrere a finanziamenti esterni avessero ricevuto riserve primarie, quali diritti speciali di prelievo o un aumento della posizione di riserva sul Fondo (pagato con versamenti al Fondo di valuta nazionale) e le avessero utilizzate per far fronte ai loro disavanzi. Le loro riserve lorde sarebbero rimaste stabili analogamente a quanto è in effetti avvenuto, ma non sarebbero controbilanciate da debiti esteri, e le riserve nette sarebbero perciò più elevate di quanto siano ora. La mancanza di un gravoso carico di debiti, che costringe molti paesi a perseguire politiche deflazionistiche, consentirebbe una ripresa più solida e generalizzata dell'attività economica mondiale. Dal punto di vista della liquidità internazionale, la creazione di riserve primarie avrebbe reso superfluo il ricorso all'indebitamento sull'estero e perciò non avrebbe causato una creazione di liquidità internazionale maggiore di quella che ha avuto luogo; sarebbe infatti cambiata la composizione della liquidità internazionale, ma non il suo volume, poiché l'aumento dei DSP o della posizione di riserva sul Fondo sarebbero avvenuti a scapito dell'aumento delle valute di riserva detenute dalle autorità ufficiali.

Prospettive future di crescita della liquidità internazionale

Nel 1976 le previsioni formulate dal Fondo Monetario Internazionale e dall'OCSE indicano un aumento del valore del commercio internazionale fra l'8 e il 10 per cento. Questo dato indica l'ordine di grandezza che dovrebbe assumere il tasso di crescita della liquidità internazionale per presentare una espansione normale.

Ma quanta liquidità internazionale si può presumere verrà creata attraverso i diversi canali di creazione?

Nel 1976 si prevede che la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti sulla base delle transazioni ufficiali rimanga in attivo; questo canale pertanto non dovrebbe essere fonte di liquidità internazionale. Per lo stesso anno non sono previste emissioni di diritti speciali di prelievo. L'unica componente della liquidità internazionale creata da quelli che abbiamo prima definito come canali primari che dovrebbe aumentare, è la posizione di riserva sul Fondo, che si prevede cresca di 2-3 miliardi circa, a seguito dei prelievi dei paesi membri del Fondo; ciò rappresenterebbe una crescita della liquidità internazionale inferiore al 2 per cento. Si noti peraltro che in contropartita dell'aumento della posizione di riserva sul Fondo, di cui godranno i paesi creditori del Fondo stesso (che sono quelli in più solida posizione di bilancia dei pagamenti), si avranno aumenti delle riserve dei paesi che hanno prelevato sul Fondo, a cui si accompagna un debito verso il Fondo; quindi, nessun aumento delle riserve nette (11).

Per quanto riguarda la componente in oro, l'incertezza riguardante il prezzo dell'oro comporterà verosimilmente che l'oro continui a rimanere congelato nelle riserve dei singoli paesi, salvo per operazioni di prestito con garanzia in oro valutato a prezzo di mercato fra Banche centrali; si può peraltro ritenere che siffatte operazioni rimarranno di volume modesto, sulla base di quanto è avvenuto a partire dal giugno 1974, quando i paesi del Gruppo dei Dieci decisero di consentirle (12).

In conclusione, i fattori primari di creazione di liquidità creeranno

(11) Per le modalità necessarie perché un aumento della posizione di riserva sul Fondo dia luogo a un aumento di riserve nette si veda la nota (7).

(12) Operazioni di prestito di questa natura aumentano la liquidità internazionale, perché il paese che dà in garanzia il suo oro contro un prestito, ha un aumento delle sue riserve in valuta compensato da una passività in oro di simile ammontare valutando l'oro al prezzo di mercato, ma da una passività di importo minore se continua a valutare l'oro al prezzo ufficiale, come si usa tuttora nel computo della liquidità internazionale.

liquidità solo in misura modesta. D'altro canto gli ingenti squilibri nelle bilance dei pagamenti, che continueranno a perdurare nel 1976, daranno origine, come negli anni precedenti, a creazione di liquidità lorda basata su rapporti di crediti e di debiti, senza creazione di liquidità netta. Il Fondo Monetario e l'OCSE prevedono che nel 1976 i paesi esportatori di petrolio conseguiranno un avanzo della bilancia delle partite correnti pari a 33 miliardi di dollari circa, ossia solo di poco inferiore all'avanzo ottenuto nel 1975 (35 miliardi). Per i paesi in via di sviluppo si prevede un disavanzo di 31 miliardi di dollari (contro 35 miliardi nel 1975), e per i paesi sviluppati non industriali (13) un disavanzo di 13 miliardi (contro 15 miliardi nel 1975). Anche alcuni grandi paesi industriali (Francia, Italia, Regno Unito) presenteranno di nuovo ampi disavanzi. Mentre i paesi esportatori di petrolio continueranno a impiegare una gran parte del loro *surplus* in attività sul mercato delle eurodivise e sul mercato statunitense, i paesi deficitari dovranno cercare di ottenere ulteriori finanziamenti esterni, o, nel caso in cui un addizionale indebitamento risulti loro precluso, dovranno ridurre le importazioni mediante provvedimenti restrittivi della libertà di scambio, oppure mediante misure interne di carattere deflazionistico.

L'avanzo del gruppo dei paesi esportatori di petrolio sarà concentrato, già nel 1976, in solo quattro paesi (Arabia Saudita, Kuwait, Unione degli Emirati Arabi e Qatar), che hanno una bassa capacità di assorbimento di importazioni a causa soprattutto della loro limitata popolazione. Il gruppo degli altri undici paesi esportatori di petrolio (14) si prevede registrerà nel 1976 nel suo complesso un equilibrio nella bilancia delle partite correnti, dopo aver presentato nel 1975 un avanzo modesto, pari a circa 4 miliardi di dollari. Poiché il dimezzamento fra il 1974 e il 1975 dell'avanzo dei paesi esportatori (passato da 68 miliardi di dollari a 35 miliardi) e la sua ulteriore riduzione prevista per il 1976 derivano quasi interamente dall'espansione delle importazioni di questo secondo gruppo, ulteriori flessioni dell'avanzo dei paesi esportatori saranno nei prossimi anni di entità probabilmente assai minore; il problema del finanziamento dei disavanzi delle bilance dei pagamenti che costituiscono la contropartita di tali *surplus* continuerà a permanere. Contribuiscono agli squilibri

(13) Australia, Finlandia, Grecia, Islanda, Irlanda, Jugoslavia, Malta, Nuova Zelanda, Portogallo, Romania, Sud Africa, Spagna e Turchia.

(14) Algeria, Bahrain, Ecuador, Indonesia, Iran, Iraq, Libia, Nigeria, Oman, Trinidad e Tobago, Venezuela.

delle bilance dei pagamenti non solo gli avanzi strutturali delle partite correnti di alcuni paesi esportatori di petrolio, ma anche quelli di alcuni paesi industriali come la Germania, che fra il 1973 e il 1975 ha presentato avanzi annui superiori ai 7 miliardi di dollari.

Salvo nel caso di un forte peggioramento della bilancia dei pagamenti americana, dopo il 1976 non vi sono perciò prospettive di una crescita della liquidità internazionale, se non in una forma accompagnata da un aumento dei debiti esteri dei paesi in disavanzo e quindi senza incremento delle riserve su base netta.

Vi è inoltre la possibilità che alcuni paesi esportatori di petrolio, che si trovavano in precedenza in una posizione di avanzo e avevano accumulato posizioni creditrici verso altri paesi prestando le loro eccedenze, contribuiscano a distruggere liquidità internazionale qualora si invertisse il processo di accumulazione di crediti e debiti che aveva precedentemente contribuito a creare liquidità. È questo un aspetto molto importante e che deve essere considerato con attenzione. Lo hanno posto in risalto anche autorevoli dirigenti della Riserva Federale americana, quali Paul Volcker, presidente della Federal Reserve Bank di New York, e Robert Solomon del Federal Reserve Board (15).

Come si è visto, i paesi esportatori di petrolio hanno accumulato, nel 1974 e 1975, 43 miliardi di dollari di riserve. Ma queste riserve non sono considerate da tali paesi uno strumento da usare per finanziare fluttuazioni future della bilancia dei pagamenti, come accade generalmente per le riserve, bensì come una forma di accumulazione di risparmio, che potrà essere usata per finanziare programmi di investimenti e di spesa (come già stanno facendo alcuni paesi ad alta capacità di assorbimento). La riduzione delle riserve dei paesi esportatori di petrolio non necessariamente ne manterrà l'ammontare complessivo, poiché i paesi che le riceveranno, se hanno debiti esteri, le useranno probabilmente per rimborsare tali debiti.

Potrebbe così avvenire negli anni futuri che alla diminuzione delle riserve dei paesi esportatori di petrolio si accompagni una diminuzione dei debiti dei paesi importatori, con l'effetto di diminuire il volume complessivo delle riserve lorde e della liquidità internazionale, ma mantenendo nel contempo stabili le riserve nette. Una stabilità

(15) P. VOLCKER, « Priorities for the International Monetary System », *Federal Reserve Bank of New York, Monthly Bulletin*, gennaio 1976, e R. SOLOMON, *On the Past and Future of the International Monetary System*, Seminario tenuto alla Università di Chicago, 2 ottobre 1975.

delle riserve nette in un periodo (i prossimi 3-5 anni) in cui il commercio mondiale presenterà una crescita tendenziale che si può stimare intorno al 10 per cento annuo potrebbe esercitare effetti negativi sull'attività economica mondiale.

Conclusioni

Dall'esame svolto risulta chiara l'opportunità di procedere a nuove emissioni di diritti speciali di prelievo, che consentano un'espansione della liquidità internazionale non dovuta alla continua accumulazione di debiti dai paesi in disavanzo. Nuove emissioni di diritti speciali di prelievo avrebbero evitato negli ultimi due anni un'accumulazione di debiti che ha frenato e continua a frenare l'economia mondiale e che ha introdotto nel sistema economico internazionale un elemento di pericolosa instabilità. Nei prossimi anni la necessità di tali emissioni aumenterà, per consentire una crescita equilibrata della liquidità internazionale che non dipenda dall'espansione di una piramide di debiti. Alcuni osservatori, che mettono in relazione l'acuirsi dell'inflazione mondiale negli anni 1973-75 con l'espansione della liquidità internazionale avvenuta fra il 1969 e il 1974, potrebbero auspicare che la stabilità della liquidità internazionale, registratasi nel 1975, continui negli anni futuri, per contribuire al contenimento dell'inflazione, e potrebbero pertanto ritenere inopportune nuove emissioni di diritti speciali di prelievo. Ci pare però che il nostro esame mostri la fragilità di tale tesi, poiché in un contesto internazionale di persistenti e forti squilibri delle bilance dei pagamenti l'alternativa alla creazione di liquidità sotto forma di diritti speciali di prelievo è l'espansione della liquidità internazionale causata dalla crescita dei debiti esteri. Con la seconda alternativa non muta il totale della liquidità internazionale, che i monetaristi ritengono abbia un diretto effetto sull'inflazione, ma si hanno effetti frenanti e destabilizzanti sull'attività economica.

Alla crescita negli anni 1974 e 1975 della liquidità internazionale si è accompagnata una sensibile flessione della liquidità e delle riserve nette. I finanziamenti esterni hanno conferito ai paesi che li hanno ottenuti un margine di manovra che non ha potuto essere se non di breve durata, cosicché in mancanza di una crescita equilibrata delle riserve nette continueranno in futuro a permanere nel mondo forti elementi di instabilità e pressioni volte a frenare la libertà degli scambi.

EMILIO SACERDOTI

Note Bibliografiche

F. FORTE - F. REVIGLIO, *La Finanza della Sicurezza Sociale*, Edizioni UTET, Torino, 1975, pagg. 296. Trattato di Scienza delle Finanze, vol. VI.

Il grande sviluppo realizzato dal settore pubblico attraverso i programmi della sicurezza sociale è un dato caratterizzante l'evoluzione economico-sociale di molti paesi, negli anni recenti, e segnatamente dell'Italia, dove la finanza della sicurezza sociale attua la categoria di gran lunga più importante della spesa pubblica (nel 1974 oltre il 40 per cento della spesa totale del settore pubblico e circa il 19 per cento del PNL).

All'imponente sviluppo della sicurezza sociale non ha tuttavia ancora corrisposto, soprattutto in Italia, una soddisfacente soluzione dei problemi della povertà, della tutela dei bisogni essenziali, e di tutti quelli originanti dalle maggiori disuguaglianze economiche e sociali all'interno della collettività. Né ha corrisposto uno sviluppo adeguato di studi ed indagini sugli effetti economici del fenomeno, e specialmente sugli effetti redistributivi, che consentano inoltre di individuare

le ragioni della insoddisfazione per i risultati di programmi pur costosissimi e di indicare i cambiamenti da apportare alle politiche sociali.

Suscita perciò particolare interesse il volume di Francesco Forte - Franco Reviglio, *La Finanza della Sicurezza Sociale*, in cui gli autori hanno utilizzato anche parte di loro precedenti scritti in materia.

Il volume si compone di tre parti. La prima, di Francesco Forte, ha carattere introduttivo nel senso che «inquadra in un profilo generale la funzione svolta dal sistema di sicurezza sociale nella teoria e nella politica dell'azione di protezione sociale» (pag. V).

Rilevate le numerose ragioni per cui il giudicare il livello di socialità di una nazione dal volume della spesa pubblica sociale non è una procedura soddisfacente, l'autore si volge ad un approccio più analitico, consistente nell'individuazione di *standards* sociali, nella loro specificazione mediante indicatori, nella valutazione e confronto delle singole situazioni mediante punteggio. Tecniche moderne e complesse del calcolo sociale sono applicate, ma in forma accessibile anche al

lettore non specialista, nella costruzione degli *standards* sociali (di partenza, intermedi, di traguardo e ottimali), nella fissazione e misura degli indicatori, nella definizione delle scale dei punteggi e del loro utilizzo.

All'interrogativo che sempre scaturisce dalla riflessione sulle proposte di impiego di dati metodi del calcolo sociale, cioè riguardo alla significatività delle razionalizzazioni *ex-ante* delle scelte degli interventi pubblici, l'autore risponde che nel sistema proposto di calcolo sociale «nella sua apparente arbitrarietà è insita una logica estremamente rigorosa, che è più solida di quella della misura in termini di moneta, perché è composta di tanti elementi che si controllano a vicenda» (pag. 94); e che quindi «il sistema delle procedure qui esposto ci aiuta a superare un certo numero di condizionamenti, di vizi cui si è soggetti quando si opera con un giudizio discrezionale» (pag. 94).

In particolare, Forte sottolinea che il porre determinate procedure e regole per il calcolo sociale costituisce una forma di salvaguardia nei confronti di pressioni settoriali e particolaristiche e di decisioni determinate da stati emozionali. Se si accettano queste valutazioni, si apre la via all'impiego di tali moderne procedure per l'elaborazione di un programma sociale nazionale, da realizzarsi nei molteplici bilanci del settore pubblico, in cui — in questi anni — sono andate occupando spazio crescente le spese aventi finalità sociali.

Le altre due parti del volume, di Franco Reviglio, affrontano direttamente i temi della sicurezza sociale

analizzandone gli aspetti istituzionali e finanziari (parte seconda) e gli effetti prodotti sul mercato e sull'operatore pubblico, fino a trarre indicazioni conclusive per il controllo dell'efficienza della spesa sociale (parte terza).

Lo studio degli effetti della sicurezza sociale presuppone la comprensione del ruolo che si intende essa svolga nella società e quindi delle forme che tali istituti storicamente hanno assunto, delle trasformazioni in atto e delle prospettive.

L'autore pone in luce, quale aspetto qualificante l'evoluzione della sicurezza sociale, il progressivo passaggio dall'ottica umanitaria e paternalistica, in cui gli interventi erano concepiti, a quella redistributiva, e quindi il progressivo allontanamento dal modello delle assicurazioni sociali verso quello del servizio pubblico e sociale (a carico del bilancio dello Stato).

L'azione redistributiva è esaminata tanto negli aspetti della redistribuzione della ricchezza, in riferimento ad obiettivi di uguaglianza orizzontale e verticale, quanto negli aspetti di cambiamento dei consumi, in riferimento ad obiettivi di uguaglianza nei consumi di beni e servizi essenziali.

Ma il processo di trasformazione degli istituti verso gli obiettivi redistributivi conduce alla crisi delle assicurazioni sociali, concepite per erogare prestazioni commisurate al prelievo dei contributi sulle categorie protette: la crisi si manifesta direttamente nell'insorgere e nel crescere dei disavanzi, ponendo problemi economici di copertura e di gestione propri della finanza pubblica.

L'analisi degli effetti che la sicurezza sociale produce sulle principali variabili economiche, ed inoltre dei cambiamenti che essa, nella ricordata evoluzione, ha determinato anche negli strumenti e negli obiettivi dell'azione pubblica, è costantemente rivolta allo approfondimento e alla sistemazione teorica nel quadro della finanza pubblica, e si avvale di puntuali riferimenti ad esperienze empiriche, soprattutto dell'Italia, integrati da alcuni raffronti internazionali.

La principale conclusione dell'indagine è che la sicurezza sociale non è strumento efficiente per la lotta alla povertà e per svolgere la funzione redistributiva in misura efficace.

L'esperienza mostra, infatti, che il tentativo di impiegare crescentemente la sicurezza sociale nella lotta contro la povertà ha condotto all'attuazione di programmi costosissimi ma non efficienti, perché sono universali, cioè « si estendono a tutti coloro che partecipano ai programmi senza riferimento al reddito o al rischio individuale, e non si concentrano solo a favore di coloro che hanno redditi inferiori a quelli minimi ritenuti soddisfacenti » (pag. 109).

Ed osserva l'autore che le dimensioni raggiunte ed i rapidi tassi di aumento delle spese della sicurezza sociale, in questi anni, possono essere considerati una delle cause del minore impiego di risorse per consumi e per investimenti pubblici, peggiorando quindi l'allocatione delle risorse ed allontanando l'obiettivo della lotta alla povertà, che negli investimenti pubblici — si pensi alla politica della

casa — dovrebbe trovare strumento primario di attuazione.

Inoltre l'esame, riferito in particolare all'Italia, dei principali programmi di sicurezza rivela ampi margini di sprechi ed inefficienze distributive ed allocative. Fenomeni di maldistribuzione, che violano l'equità in senso orizzontale e verticale, sono individuati nei programmi di pensione che pure producono rilevanti trasferimenti; inefficienze nell'impiego delle risorse dal lato dell'offerta e della domanda sono individuate particolarmente nei programmi per le malattie.

La valutazione di questi limiti della sicurezza sociale nell'azione di protezione pubblica dei bisogni essenziali conduce l'autore a prospettare l'esigenza di un ripensamento critico, da parte dell'opinione pubblica e della classe politica, sul ruolo che deve essere attribuito alla sicurezza sociale, in particolare per « un maggior coordinamento con gli altri strumenti disponibili, dal consumo sociale alla tassazione agli schemi di reddito garantito, e un rigoroso controllo dell'efficienza della spesa nei diversi programmi » (pag. 110).

Sotto questo profilo, l'indagine svolta sulle inefficienze allocative e distributive del sistema della sicurezza sociale, sul controllo di efficacia di tali spese, e sul coordinamento con altre misure aventi le stesse finalità, costituisce un contributo non solo al ripensamento critico della politica sociale ma anche all'elaborazione di strategie alternative nella lotta per la povertà.

Un'avvertenza che ci sembra si debba far discendere dall'indagine è che la riuscita di tali strategie di politica

sociale, specialmente nel nostro paese, richiederebbe preliminarmente almeno la messa a punto di un sistema fiscale altamente efficiente, e più in generale di una pubblica amministrazione capace di svolgere le nuove funzioni di intervento sociale che le verrebbero affidate.

E richiederebbe, crediamo, una mobilitazione non solo formale del consenso sociale, ma effettiva, che contenga cioè l'accettazione delle rinunce, ad esempio in termini di consumi privati, necessarie a permettere l'attuazione dei programmi di tutela e di prevenzione dei bisogni essenziali.

ROLANDO VALIANI

FRANCO COTULA - PIETRO DE STEFANI (a cura di), *Elementi per la politica monetaria*, Bulzoni, Roma, 1975, pagine XIII-550.

Questa opera è destinata a suscitare notevole interesse, per almeno due ordini di motivi. In primo luogo, perché colma una evidente lacuna nel campo dei testi disponibili per l'insegnamento universitario. In secondo luogo, perché i suoi AA. (Bianchi, Caranza, Cotula, Cristini, Pontolillo, Sacerdoti, Savona, Tullio, Vicarelli) lavorano alla Banca d'Italia e sono quindi, per definizione, i più adatti a presentare (anche se probabilmente i meno disponibili a criticare) gli schemi analitici su cui è basata la politica monetaria italiana e quindi il suo *modus operandi*. D'altra parte, anche se si è evitata l'identificazione editoriale con la Banca d'Italia, la posizione professio-

nale degli autori e la stessa indicazione, in prefazione, che l'opera è stata promossa dal Governatore Baffi, attribuiscono a questo volume un carattere di « quasi ufficialità » che lo assimila a corrispondenti pubblicazioni di altre Banche centrali (ad esempio, il ben noto *The Federal Reserve System: Purposes and Functions*). E ciò lo impone all'attenzione degli studiosi e degli operatori del settore finanziario.

I curatori dell'opera (Cotula ha anche contribuito ad un terzo del contenuto) l'hanno organizzata in tre parti, cui si aggiunge una quarta parte che ripresenta due noti saggi del Prof. Baffi. La prima parte inizia con la presentazione del sistema dei conti finanziari e dei bilanci dei diversi operatori (per la prima volta accompagnati dai relativi dati, di consistenza e di variazione, e ciò è di notevole utilità per l'analisi sistematica delle statistiche finanziarie). Segue la determinazione delle ben note curve IS-LM; per continuare poi con una analisi relativa alla struttura dei tassi di interesse e alla bilancia dei pagamenti, ricca di informazioni sulla realtà italiana. Quindi, ancora un breve capitolo teorico sul processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti (la curva IS è estesa ad una economia « aperta », ma si continua ad assumere che la quantità di moneta sia determinata dalle autorità nazionali). Infine, un capitolo di Savona sui « mercati internazionali delle valute » che ne contiene sia lo schema analitico sia i necessari riferimenti istituzionali-quantitativi.

Già da questa prima parte emerge un limite di fondo dell'opera, e cioè

l'incerta definizione del pubblico a cui è rivolta. L'approfondimento analitico di alcuni capitoli induce infatti a ritenere che il pubblico « desiderato » debba già possedere sufficienti conoscenze di teoria monetaria. Analisi teoriche ancora elementari — come la presentazione delle curve IS-LM — non dovrebbero quindi essere necessarie. Sarebbero invece risultate molto utili, ma al costo di appesantire eccessivamente il volume, se condotte ad un livello di maggior sofisticazione, con una più stretta integrazione con l'articolata analisi istituzionale ed empirica relativa all'economia italiana offerta negli altri capitoli.

Questo appunto vale, in una certa misura, anche per la parte centrale del volume, in cui sono analizzati gli obiettivi e gli strumenti della politica monetaria italiana. La discussione teorica del problema si ricollega all'analisi di Tinbergen, ma solo per il caso più semplice di « obiettivi fissi », per il quale vale la nota regola « tanti strumenti quanti sono gli obiettivi » (in tal caso, non è necessario dire — v. pag. 200 — che occorre un insieme « coerente » di obiettivi e un impiego « coordinato » degli strumenti; è sufficiente che gli strumenti siano indipendenti e non vincolati). Segue un'analisi molto precisa ed aggiornata dei principali « strumenti » della politica monetaria, e cioè: controllo della creazione di base monetaria (realizzato con la regolazione della posizione netta sull'estero delle banche, la politica del debito pubblico, la regolazione del finanziamento alle banche); manovra della riserva obbligatoria; controlli diretti e selettivi del credito e regola-

zione delle emissioni di valori mobiliari. In due distinti capitoli è analizzata la determinazione degli « obiettivi intermedi »: base monetaria delle banche, espansione del credito e della moneta e livello dei tassi di interesse.

Per quanto riguarda gli effetti della politica monetaria sugli « obiettivi finali », a parte i discorsi teorici (la seconda parte termina con una analisi alla Mundell dell'operare della politica monetaria e della politica fiscale in un'economia aperta con cambi fissi e flessibili), vi è solo un interessante saggio sull'intervento dello Stato nel finanziamento degli investimenti, ma è indicato che il problema sarà affrontato e l'opera così completata in una successiva edizione.

Il riferimento a una successiva edizione, e alla revisione che la accompagnerà, induce a ritenere che in tale occasione si procederà ad una ulteriore integrazione fra i diversi capitoli (dovuti alla penna di nove autori diversi). In tale contesto, e sulla base della esperienza didattica maturata, si potrà anche ridefinire il livello più opportuno per l'analisi teorica. Probabilmente, la soluzione preferibile è quella di ritenere questa opera complementare, senza sovrapposizioni, ad un testo (o ad una raccolta di saggi) di teoria monetaria.

A parte questi aspetti formali, restano alcune questioni irrisolte, o appena accennate, che emergeranno non appena si vorrà completare l'analisi degli « effetti » della politica monetaria e quindi la preliminare identificazione dei « canali » di trasmissione dagli strumenti agli obiettivi intermedi e quindi agli obiettivi finali. In pro-

posito, l'analisi qui condotta è ancora di tipo tradizionale. L'ipotesi di fondo è che le autorità controllano interamente la creazione della base monetaria, la loro « sovranità » non essendo ridotta dall'apertura dell'economia nei confronti dell'estero. Solo occasionalmente (v. pagg. 161-2 e 266) si accenna alla cosiddetta « teoria monetaria della bilancia dei pagamenti », senza peraltro sottolinearne tutte le implicazioni in termini di strategia monetaria.

A questa precisa scelta in termini di « strumenti » corrisponde una posizione più eclettica in termini di « obiettivi intermedi ». In proposito, le *Relazioni* della Banca d'Italia, negli ultimi anni, avevano posto una crescente enfasi sul volume complessivo di attività finanziarie dell'economia, ridimensionando il ruolo rappresentato dalla quantità di moneta (variabile che non era quasi neppure più nominata). Il concetto di « ricchezza finanziaria » era stato anche utilizzato in numerose ricerche di economisti del Servizio Studi della Banca d'Italia, che hanno pure contribuito a quest'opera. In questo volume, invece, la questione è affrontata nelle pagine iniziali, quando si presentano i conti finanziari, ma è poi sostanzialmente ignorata in gran parte dell'analisi successiva, che è formalizzata nei termini più ristretti del credito bancario e della quantità di moneta. La futura nuova edizione potrà anche chiarire se ciò rappresenta solo una fase intermedia dell'analisi oppure un'effettiva svolta nell'evoluzione della teoria monetaria adottata dalla Banca d'Italia.

GIACOMO VACIAGO

P. ARMANI - M. DE CECCO - M. FRA-
TIANNI - G. LA MALFA, *L'economia
italiana 1975-77*. CEEP - Centro
studi di politica economica, Franco
Angeli Editore, 1976, pagg. 99.

Anche se gli autori danno molto risalto allo strettissimo legame tra prospettive economiche e scelte di politica economica compiute nei mesi precedenti, il lettore è tentato, raccogliendo qua e là nei diversi capitoli, di distinguere due aspetti: quello previsivo e quello relativo all'analisi dell'andamento congiunturale e della politica economica degli ultimi anni.

Sotto il primo aspetto e limitandoci all'economia nazionale, due sono le ipotesi formulate dal CEEP per il 1976 e per il 1977: una previsione effettuata sulla base delle linee di politica economica proposte dal rapporto e una previsione « neutrale », cioè di un andamento spontaneo dell'economia.

Secondo l'« ipotesi CEEP », ci si può ragionevolmente porre un obiettivo di crescita, in termini reali, del reddito nazionale, di un 2,5-3 per cento per il 1976, e di un ulteriore 3 per cento per il 1977, qualora siano soddisfatte le seguenti condizioni:

1) si realizzi un accordo sulla parametrizzazione della crescita salariale. In particolare, l'ipotesi CEEP è coerente con un aumento dei salari del 20 per cento nel 1976 e del 15 per cento nel 1977 pari cioè all'85 per cento dell'incremento dei prezzi più l'intero tasso di variazione reale del PNL nell'anno;

2) la politica monetaria proceda ad una decelerazione nella creazione della quantità di moneta (M_2), nella misura di circa 2 punti percentuali l'anno;

3) si riesca concretamente a contenere la spesa pubblica e a condurre un'azione più energica dal lato delle entrate;

4) vengano realizzati i provvedimenti previsti dal piano per la riconversione industriale. Per tali interventi, il CEEP ipotizza una crescita *una tantum* del disavanzo pubblico di 2.000 miliardi, risultanti da un aumento delle uscite di 3.000 miliardi e da maggiori entrate per 1.000 miliardi.

Nel caso di un andamento spontaneo dell'economia, si potrebbe registrare, secondo il rapporto, un incremento più consistente del reddito nazionale in termini reali (+4,5-5 per cento) nel 1976, ma ciò comporterebbe un tasso di inflazione interno e un disavanzo nella bilancia dei pagamenti tali da imporre, già nella seconda metà del 1976, una nuova stretta monetaria e lo slittamento di spese pubbliche già deliberate, con conseguente flessione del reddito reale dell'1 per cento nel 1977.

Il confronto tra le due ipotesi per il 1977, sulla base dell'andamento prevedibile dei principali indicatori economici ad esse sottostanti, consente agli autori di porre in risalto gli elementi che giustificano la linea di politica economica suggerita dal CEEP: il sistema economico continuerebbe a crescere, il potere di acquisto dei salari rimarrebbe sostanzialmente immutato, salari, prezzi e produttività si avvicineranno ai livelli dei principali paesi industrializzati. Gli effetti della stretta creditizia, che sarebbe la seconda in meno di due anni, potrebbero invece rivelarsi esiziali, secondo il rapporto,

per il nostro attuale assetto produttivo.

Le prospettive dell'occupazione industriale sono, secondo il CEEP, tutt'altro che favorevoli: la ripresa economica non sarà in grado, per il tipo di investimenti effettuati nel 1972-73 e per il margine di ore di lavoro prestabili da parte dei già occupati da riassorbire, di creare nuovi posti di lavoro.

L'analisi dell'andamento congiunturale si apre, come era accaduto nel precedente rapporto, con una « contestazione » delle stime ufficiali relative alle dimensioni della flessione del reddito nazionale nel 1975 e alle previsioni per il 1976.

Sulla base di una valutazione dei dati della produzione industriale e di quelli relativi alla dinamica del prodotto lordo dei settori agricolo e dei servizi, il CEEP ritiene che la diminuzione del reddito nazionale nel 1975 sia stata dell'ordine del 2 per cento, e non anche del 3,5-4 per cento, come indicato in vari documenti ufficiali. Parimenti, il tasso di crescita del reddito nel 1976 si preannuncia, come si è visto, notevolmente superiore a quello (2 per cento) generalmente previsto.

Le tesi del CEEP sul ruolo svolto dalla spesa pubblica e dalla dinamica delle remunerazioni e dei costi del lavoro nel determinare il crescente deterioramento della situazione economica italiana sono troppo note per essere ricordate.

Particolarmente interessanti appaiono, peraltro, le conclusioni del rapporto sulla spesa pubblica per trasferimenti e sui problemi relativi al mercato del lavoro.

La rapida trasformazione del bilancio dello Stato in un bilancio di trasferimenti, tendenza già in atto da alcuni anni, ma che si è andata accentuando con l'attuazione dell'ordinamento regionale e il completamento della riforma tributaria, suscita negli autori notevoli perplessità per quanto attiene soprattutto al grado di manovrabilità del bilancio stesso, al controllo sui tempi e sulla destinazione della spesa pubblica, alla possibilità di valutare con qualche precisione l'intervento dello Stato nell'economia.

Dopo aver posto in evidenza, con riferimento ai trasferimenti agli enti territoriali, che il problema è quello di sapere se e in che misura questa spesa pubblica delegata possa essere considerata una variabile indipendente rispetto alle possibilità di indirizzo e di controllo del potere centrale, il rapporto conclude che tale processo, di cui sono evidenti le implicazioni politiche, non possa essere comunque lasciato a se stesso, senza una meditata valutazione di tutte le sue conseguenze.

Le modificazioni intervenute nella forza-lavoro italiana e il decentramento produttivo sono i due problemi posti in risalto nel capitolo dedicato al mercato del lavoro. Nell'ultimo decennio, i settori extra agricoli non sono stati in condizione di riassorbire la forza-lavoro resasi disponibile con l'abbandono pressoché continuo delle campagne da parte di intere famiglie coloniche. Ciò ha condotto, anzitutto, ad una drastica riduzione — consentita dall'aumento della scolarità, dal pensionamento anticipato, dalla riduzione del numero delle donne nella forza-lavoro, dall'emigrazione — delle per-

sone effettivamente presenti sul mercato del lavoro; e, in secondo luogo, alla formazione di una forza-lavoro « primaria », occupata nelle industrie medio-grandi e composta essenzialmente da uomini tra i trenta e i cinquanta anni, molto omogenea e poco flessibile.

Da tale trasformazione della forza-lavoro — dovuta, sottolinea il rapporto, quasi esclusivamente alle scelte compiute dagli imprenditori italiani — è derivato un notevole accrescimento della forza contrattuale dei lavoratori e una perdita di elasticità del sistema produttivo. Ai notevoli miglioramenti salariali e normativi conseguiti dalla classe operaia, il mondo imprenditoriale italiano ha risposto, oltre che con un maggior volume di investimenti *labour-saving*, con l'accentuazione del fenomeno di « decentramento produttivo », vale a dire con l'utilizzo, nel processo produttivo, di parti e componenti prodotte in piccole strutture produttive e in imprese a conduzione familiare.

Difficile, se non impossibile, quantificare gli effetti sulla occupazione del decentramento produttivo, il quale ha agito per le imprese medio-grandi da *shock-absorber* delle frequenti variazioni nella conduzione della politica monetaria, ma che non può essere ulteriormente accentuato senza perdite notevoli di efficienza. Il rapporto ritiene comunque che dal « decentramento » sia derivato soprattutto un notevole incremento, al di fuori della forza-lavoro « ufficiale », del lavoro a domicilio e del « secondo lavoro ».

Pubblicazioni ricevute

Atti del 3° Convegno di Contabilità Nazionale. La distribuzione del reddito in Italia nell'ultimo ventennio. Sede dei lavori: Istituto Centrale di Statistica. Roma, 14-15 giugno 1974. Roma, 1976, pagg. 761. «Istituto per la Contabilità Nazionale».

CONFALONIERI, ANTONIO: *Banca e industria in Italia 1894-1906 - Il sistema bancario tra due crisi.* Vol. II. Banca Commerciale Italiana, Milano, 1975, pagg. 515. «Studi e Ricerche di Storia Economica Italiana nell'Età del Risorgimento».

[Il secondo volume della pregevole opera del prof. Confalonieri, dedicato al dodicennio 1894-1906, si apre con l'esame delle vicende, che, dopo la caduta del Credito Mobiliare e della Banca Generale, portarono alla fondazione delle nuove banche «miste» (Banca Commerciale Italiana e Credito Italiano). Segue una ricapitolazione delle caratteristiche generali del periodo, e delle due distinte fasi: la prima di deflazione, la seconda di avvio del processo di sviluppo economico. In tre successivi capitoli l'A. tratta poi della politica della Banca d'Italia, dell'evoluzione dell'attività delle categorie già allora «tradizionali» delle Casse di risparmio e delle Banche popolari, del movimento nel settore delle banche private, con esemplificazione per il Banco di Roma e la Società Bancaria Italiana. Il lungo capitolo finale è un'analisi degli esordi e dell'attività del primo periodo di vita del Credito Italiano.]

Econometric Research in European Central Banks. Edited by F. Masera, A. Fazio, T. Padoa-Schioppa. Roma, 1975, pagg. 569. «Special issue of the "Contributi alla Ricerca Economica" Banca d'Italia».

[Il volume contiene gli atti del seminario su «I modelli econometrici e la loro utilizzazione nella politica monetaria» organizzato dal Servizio Studi della Banca d'Italia e tenuto in Perugia presso la Scuola di Automazione per dirigenti bancari dal 21 al 25 ottobre 1974, con la partecipazione di studiosi italiani e stranieri. Dei primi ricordiamo i contributi di F. MASERA («Il modello econometrico della Banca d'Italia»), di P. RANUZZI DE BIANCHI («EURO: un modello econometrico per la CEE»), di P. GNES e G. M. REY («Un modello di programmazione a breve per l'economia italiana»), di C. CARANZA, C. CHIESA e F. VICARELLI («Un modello per le operazioni sull'estero del sistema bancario»), di A. FAZIO, F. COTULA e S. LO FASO («M2 BI: settore monetario e finanziario») e di G. CALIGURI, T. PADOA-SCHIOPPA e B. STRZIA («Offerta di credito e liquidità bancaria nel sistema italiano: alcuni ulteriori risultati».)]

Employment problems and policies in developing countries. The case of Morocco. Edited by Willy van Rijckeghem. Rotterdam University Press, Rotterdam, 1976, pagg. 211.

Habitat Italia. Conferenza delle Nazioni Unite sugli Insediamenti Umani. Vancouver 76. Contributo dell'Italia alla Conferenza Habitat. Vancouver, maggio-giugno 1976, pagg. 382.

HODGMAN, DONALD R.: *Politiche monetarie nazionali e cooperazione monetaria internazionale.* Milano, 1976, pagg. xiv-371. «Cassa di Risparmio delle Province Lombarde» «Collana Internazionale di Saggi Monetari Creditizi e Bancari diretta dal Prof. Giordano Dell'Amore N. 32».

[Trattasi della versione italiana di «National Monetary and International Monetary Cooperation». Questa importante opera era stata recensita in questa Rivista nel numero di settembre 1974.]

HODGMAN, DONALD R.: *Selective Credit Controls in Western Europe.* Chicago, 1976, pagg. 73. «A study prepared for the Trustees of the Banking Research Fund Association of Reserve City Bankers».

[L'A. analizza le esperienze di controllo selettivo del credito in alcuni paesi europei: Belgio, Francia, Italia, Svezia e Gran Bretagna. L'esame — preciso, rigoroso e penetrante — delinea un quadro: a) del contesto in cui sono state applicate le misure di controllo; b) delle finalità con esse perseguite; c) delle tecniche usate; d) dei loro effetti e validità concreta; e) dell'atteggiamento delle autorità monetarie europee verso queste misure.

La valutazione di questi fattori, in relazione alle condizioni esistenti negli Stati Uniti, porta l'A. a concludere che l'esperienza europea in materia di controlli selettivi del credito non depone a favore di una loro utilizzazione negli Stati Uniti.]

Imposta sul reddito delle persone fisiche. Roma, 1976, pagg. xi-452. «Collana Tributaria edita a cura del Banco di Roma N. 5».

MELE, RENATO: *L'industria manifatturiera della Puglia. Sviluppo nell'ultimo ventennio e struttura attuale.* Napoli, 1975, pagg. vi-376. «Centro di Studi Aziendali Giuseppe Cenzato» «Collana di Studi e Ricerche diretta dal prof. Lucio Sicca N. 12».

MIOTTO, ROBERTO: *I sindacati multinazionali.* Roma, 1976, pagg. 180. «Istituto per l'Economia Europea».

Problemi di Finanza Pubblica. Vol. V. Dott. A. Giuffrè Editore, Milano, 1976, pagg. 303. « Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Roma » « Istituto di Economia e Finanza » « Studi di Finanza Pubblica 17 ».

[Come nota il prof. Cosciani nella presentazione « gli undici saggi raccolti in questo volume riguardano alcuni aspetti della finanza pubblica che sul piano scientifico sono di viva attualità ».

I contributi di DALLERA (« Beni pubblici, ottimo paretiano ed imposte nella teoria neo-classica della spesa pubblica: un'analisi geometrica »), GALEOTTI (« Scelte pubbliche e comportamento di partiti politici: un'analisi introduttiva »), GIOVANNONI (« Alcuni aspetti e problemi della teoria delle scelte collettive ») e DA EMPOLI-GOETZ (« La teoria dell'illusione finanziaria di Amilcare Puviani ») esaminano il problema più generale delle scelte pubbliche. I problemi dell'inflazione sono analizzati con riferimento alla diversità di effetti tra imposte dirette e indirette da MARRELLI (« Imposte dirette ed indirette in un modello distributivo d'inflazione »), alla sua influenza sulla struttura dell'imposta progressiva da VISCO (« Imposizione personale, struttura della progressività ed effetti della inflazione ») e alla disoccupazione da BISSE (« Osservazioni sulla curva di Phillips, sulla teoria accelerativa dell'inflazione e su alcuni effetti della politica economica »). Problemi monetari sono esaminati da CAMPA (« Effetti delle imposte sulla scelta tra moneta e altre forme di ricchezza ») e da PALADINI (« L'effetto di *crowding out* nell'analisi monetaria: un esame critico »). Completano la silloge i due contributi di VISCO (« Su di un metodo di stima dell'elasticità del gettito di un'imposta progressiva sul reddito ») e di PASSALACQUA (« Il bilancio e la distribuzione territoriale della spesa pubblica »).]

UNITED NATIONS: *Planning and Development of the Tourist Industry in the ECE Region*. New York, 1976, pagg. iv-198. « Economic Commission for Europe ».

[Atti di un convegno su « Programmazione e sviluppo dell'industria turistica in Europa » tenutosi a Dubrovnik dal 13 al 18 ottobre 1975, con la partecipazione di studiosi ed esperti di paesi occidentali e orientali. I temi trattati hanno riguardato i metodi di programmazione per lo sviluppo dell'industria turistica, le loro implicazioni ambientali, sociali e economiche e le strategie per migliorare i piani di promozione turistica.]

VELO, DARIO: *La crisi economica internazionale e l'alternativa europea. Aspetti monetari e finanziari*, Giuffrè Editore, Milano, 1976, pagg. 162. « Università degli Studi di Pavia, Istituto di Economia Aziendale, Serie III, N. 1 ».