



CONSIGLIO NAZIONALE DELL'ECONOMIA E DEL LAVORO

**RAPPORTO CNEL
SULLA
BILANCIA DEI PAGAMENTI**

ROMA 1982

**FLUSSI MONETARI CON L'ESTERO
E RISERVE UFFICIALI**

di Paolo Savona e Giuseppe Tullio

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 delle conclusioni a) circa la possibilità e la convenienza di influenzare nel breve-medio periodo le ragioni di scambio mediante la politica del cambio; b) circa la adeguatezza del livello delle riserve italiane anche alla luce della posizione dell'Italia come prestatore 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 inoltre le valute dei principali paesi erano ancorate al dollaro da accordi di cambio fissi. Perciò i movimenti delle riserve internazionali dei paesi erano dovute quasi esclusivamente agli squilibri di bilancia dei pagamenti ed agli aumenti delle quote e le 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).

* Con la collaborazione del dott. Alessandro Gizzi, della Segreteria Generale della Programmazione, Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica.

Le idee espresse non coinvolgono la responsabilità né dell'istituzione di appartenenza, né di quella che ha promosso l'indagine.

Le banche centrali ed 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 proprie riserve auree (1). 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 poter 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 e 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 effettuano i confronti internazionali come nelle due sezioni precedenti ricavandone interessanti 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, dati gli ampi poteri della Banca d'Italia sulle aziende di credito, le riserve possono essere mobilitate.

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

(1) 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.

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 ed alla rivalutazione di quelle preesistenti. Ne segue che diviene importante in 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 di queste ultime nel corso degli anni settanta.

Le principali conclusioni che si possono trarre da questo 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 a 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 0,75 per cento del PIL e l'indebitamento netto del settore privato inferiore al 6 per cento. Tuttavia nel 1981 l'indebitamento è aumentato sia per la necessità di finanziare il disavanzo corrente, sia per l'apprezzamento del dollaro.

b) sarebbe pericolosissimo 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 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 aperto la questione se non sarebbe stato più conveniente utilizzare parte delle riserve per accumulare materie prime.

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 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.

Parte I - Le riserve internazionali dell'Italia

1. - Andamento delle riserve internazionali dell'Italia e loro composizione.

Le riserve internazionali dell'Italia misurate in diritti speciali di prelievo (1) 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

(1) 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 a 5,0. Il dollaro aveva peso pari a 33,0. 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.

Tav. 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 (1)	2.335 (2)	16.149 (1)	4,2	81,3	14,5
	1.167	16.977 (1)	2.333 (2)	20.477 (1)	5,7	82,9	11,4
1981 (3)	1.312	13.793 (1)	2.333 (2)	17.438 (1)	7,5	79,1	13,4

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

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

(3) Situazione a fine giugno.

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

DSP) per oncia, ai prezzi di mercato, l'aumento è da 5,3 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. La figura 1 mostra la dinamica nel decennio in esame delle tre componenti delle riserve internazionali dell'Italia misurate in DSP. La dinamica del totale delle riserve valutate sempre in DSP è illustrata nella figura 2.

Le oscillazioni del valore delle riserve internazionali misurate in DSP dipendono da due fattori: a) le variazioni del prezzo dell'oro in DSP per quanto riguarda la componente aurea e le variazioni del cambio delle valute a riserva rispetto al DSP; b) il flusso in entrata ed in uscita di riserve collegato con gli avanzi ed i disavanzi di bilancia dei pagamenti (1).

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 della variabile riportata nell'ultima colonna della tavola 3 è pari a 100 significa che tutta la variazione del valore delle riserve è dovuta alla rivalutazione delle medesime, quando è superiore a 100 significa che la bilancia dei pagamenti, ridefinita mettendo la variazione della posizione netta sull'estero delle aziende di credito al di sopra della linea, ha operato in senso opposto rispetto alla rivalutazione dello stock preesistente di riserve. Ad esempio 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 riserva, soprattutto dollari.

(1) 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.

Tav. 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	3.08	6.710	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	2.049	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	12.046	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 (1)	25.928 (2)	39.742 (1)	1,7	33,0	65,3
1980	1.167	16.977 (1)	30.815 (2)	48.959 (1)	2,4	34,7	62,9
1981 (3)	1.312	13.793 (1)	24.684 (2)	39.789 (1)	3,3	34,7	62,0

(1) Come nota 1 a tav. 1.

(2) Come nota 2 a tav. 1.

(3) Come nota 3 a tav. 1.

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

FIG. 1
(TAV. 2)

COMPONENTI DELLE RISERVE INTERNAZIONALI DELL'ITALIA
VALORI ASSOLUTI MILIARDI DI DSP

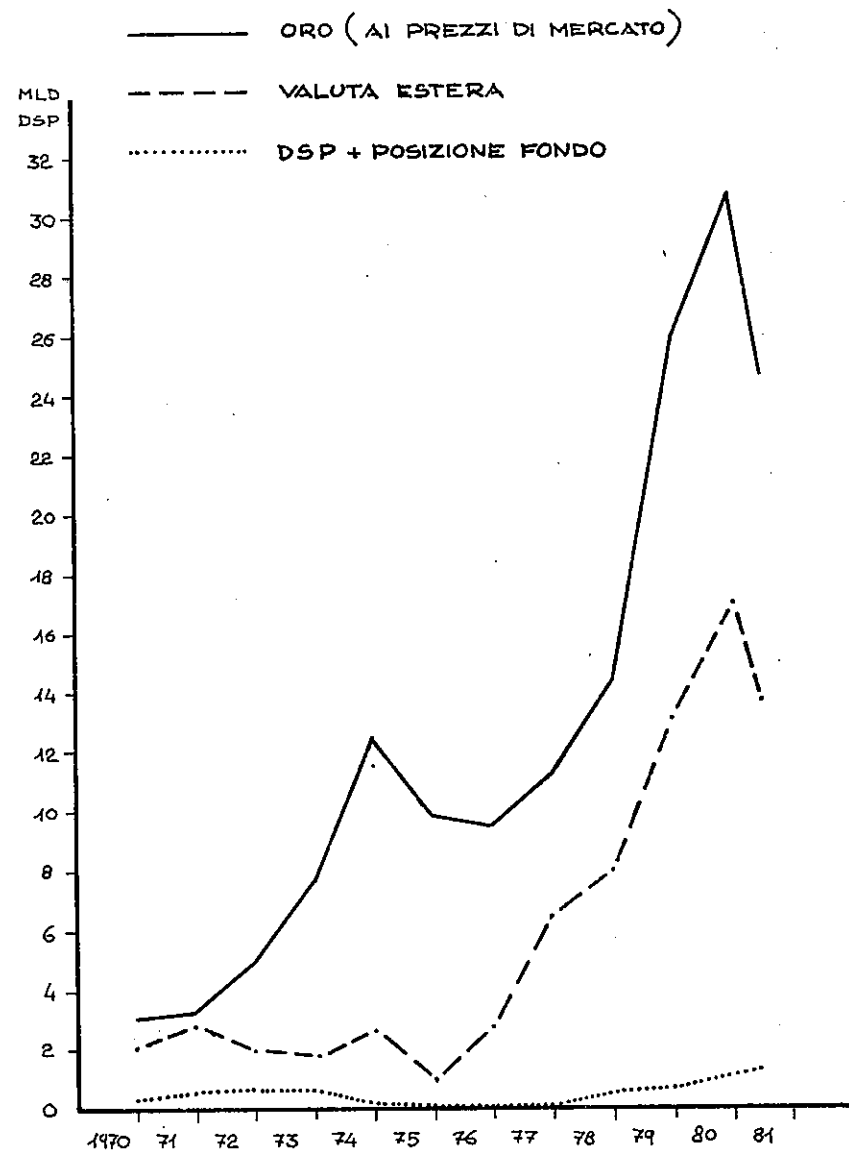
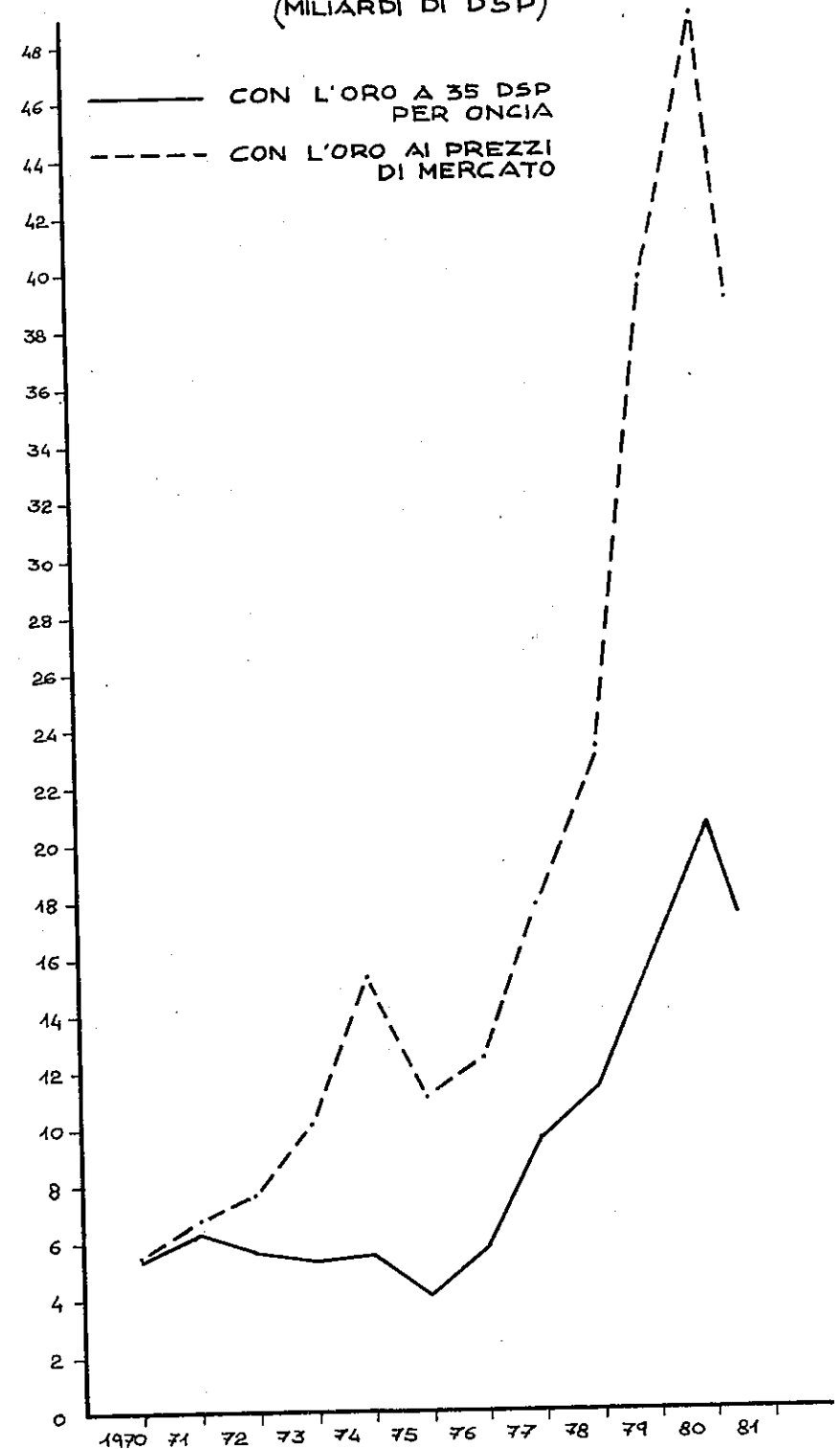


FIG. 2
(TAVV. 1. 2)

TOTALE DELLE RISERVE INTERNAZIONALI DELL'ITALIA
VALORI ASSOLUTI
(MILIARDI DI DSP)



Tav. 3 - Stima della variazione delle riserve in oro e valuta estera (con l'oro ai prezzi di mercato) dell'Italia dovuta ai guadagni in conto capitale (miliardi di lire)

	Saldo autonomo	Variazione annua posizione netta-aziende di credito (1)	Saldo Bilancia dei pagamenti (a)-(b)	Variazione annua totale valuta estera e oro ai prezzi di mercato (2)	$100 \frac{(d) - (c)}{(d)}$ %
(a)	(b)	(c)	(d)		
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

(1) I valori in dollari della Tav. 7 sono stati tradotti in lire al cambio di fine anno.
 (2) I valori in DSP della Tav. 2 sono stati tradotti in lire al cambio di fine anno.
 (3) Un valore pari a 100 indica che tutte le variazioni del valore delle riserve è dovuta alla rivalutazione delle medesime.
 Elaborazioni: da Fonte B.I. - Relazioni Annuali; IFS Yearbook 1980 e September 1981.

La figura 3 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 per cento circa del totale a fine 1970 al 13,5 per cento 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 3, 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 4 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 equivalente a quasi 5 mesi di importazioni nel 1970 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 da 40 per cento equivalente a circa 5 mesi di importazioni nel 1970 al 63 per cento equivalente a circa 7 mesi e mezzo di importazioni nel 1980 (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 e sembra inoltre si possa affermare che l'Italia sia stata favorita in ciò dalla politica seguita in passato di accumulazione delle riserve auree, e dalla correlazione positiva che sembra esserci fra aumenti del prezzo del petrolio (e fasi di accelerazione dell'inflazione mondiale) e prezzo dell'oro (Fig. 5 e Tav. 5). Occorre tuttavia non attribuire eccessivo contenuto di ottimismo a queste conclusioni, poiché già a giugno del 1981 il prezzo dell'oro era

FIG. 3

COMPOSIZIONE DELLE RISERVE INTERNAZIONALI DELL'ITALIA
(IN PERCENTUALE DEL TOTALE DELLE RISERVE)

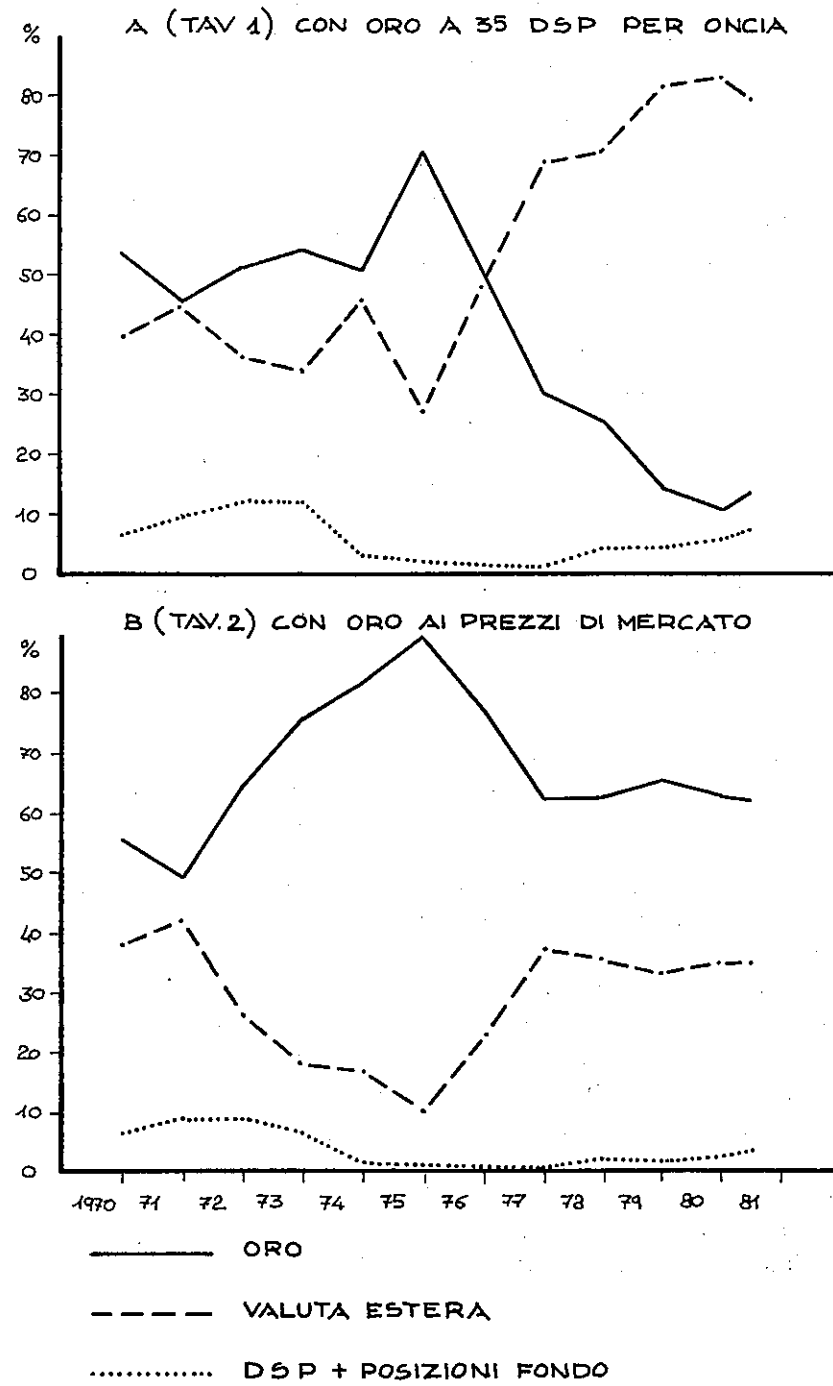
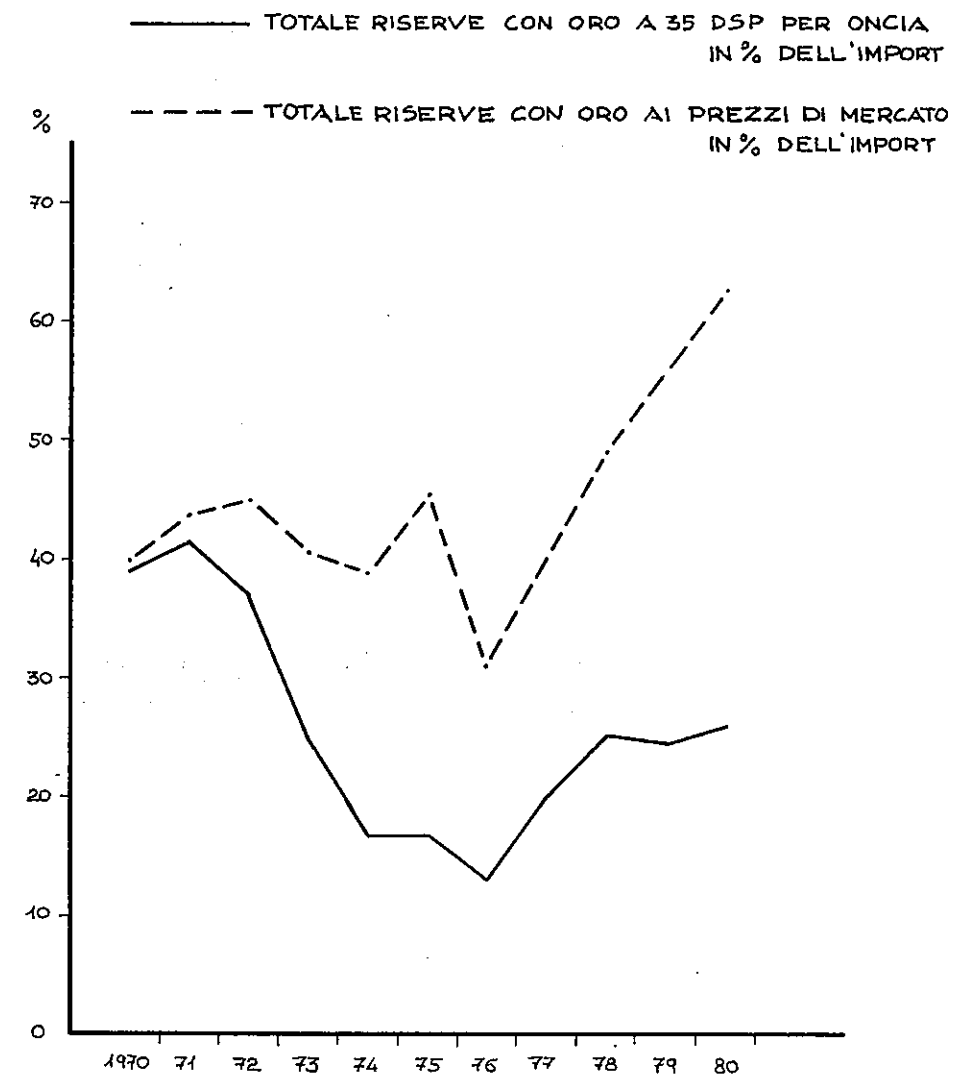


FIG. 4
(TAV. 4)

ITALIA: RAPPORTI RISERVE INTERNAZIONALI IMPORTAZIONI
(VALORI PERCENTUALI)



Tav. 4 - Riserve internazionali dell'Italia in rapporto alle importazioni (valori percentuali)

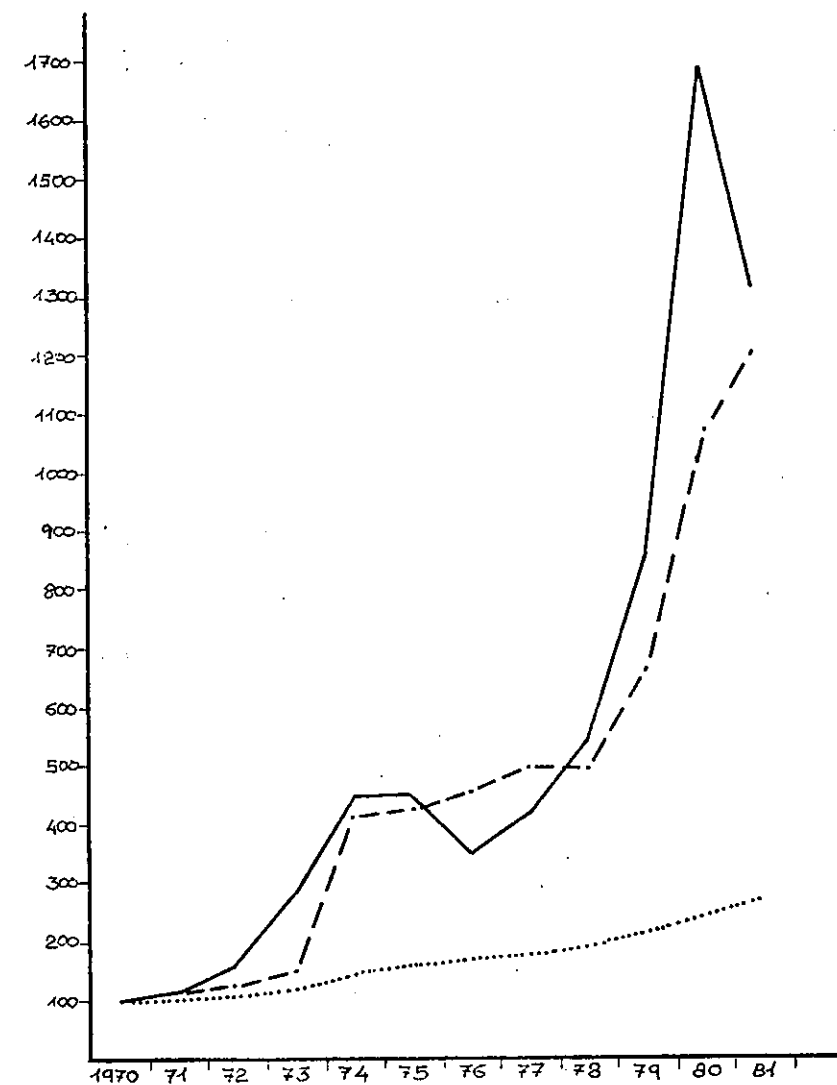
	Riserve (oro a 35/DSP p.lo.) sull'import (2) (Fob)	Riserve (oro ai prezzi di mercato) sull'import (2) (Fob)
1970	39,0	39,8
1971	41,5	43,7
1972	37,1	44,8
1973	25,0	40,6
1974	16,8	38,9
1975	16,7	45,4
1976	13,1	31,4
1977	20,0	39,7
1978	25,2 (1)	49,1 (1)
1979	24,6 (1)	55,8 (1)
1980	25,9 (1)	62,7 (1)

(1) Come nota 1 a tav. 1.

(2) 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 merc.).
Fonte: Elaborazioni da IFS Yearbook 1980 e September 1981.

FIG. 5
(TAV. 5)

PREZZO DELL'ORO, DEL PETROLIO
E PREZZI DELL'INGROSSO USA



INDICI BASE 1970=100

———— PREZZO DELL'ORO IN DOLLARI (LONDRA)
 - - - - - PREZZO DEL PETROLIO IN DOLLARI (INDICE
 CONFINDUSTRIA)
 PREZZI INGROSSO USA

Tav. 5 - Confronto fra andamento dei prezzi dell'oro e del petrolio negli anni '70
(medie annue)

	Indice prezzi in dollari base 1970=100		Rispetto all'anno precedente		Cumulate dal 1973	
	petrolio greggio	oro (1)	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	+ 51,2
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	1.195,6	1.691,3	+ 60,7	+98,2	+603,9	+524,5
1981	1.195,6	1.315,7	+ 12,9	-22,2	+694,5	+358,8

(1) Quotazioni sul mercato di Londra.
Fonte: International Financial Statistics Yearbook 1980 e September 1981 e Confindustria.

di molto inferiore rispetto alla fine dell'anno precedente 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.

2. - Confronto con i paesi industrializzati

La figura 6 mostra la quota delle componenti delle nostre riserve rispetto al totale dei paesi industrializzati. A fine 1970 l'Italia possedeva il 9 per cento dell'oro dei paesi industrializzati (1) (Tav. 6). 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 a marzo del 1979 in 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 (Tav. 6). Ha toccato il minimo a fine 1975 (1,6 per cento) per poi risalire gradualmente al 10,3 per cento a fine 1980 (2). A 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 (Tav. 6).

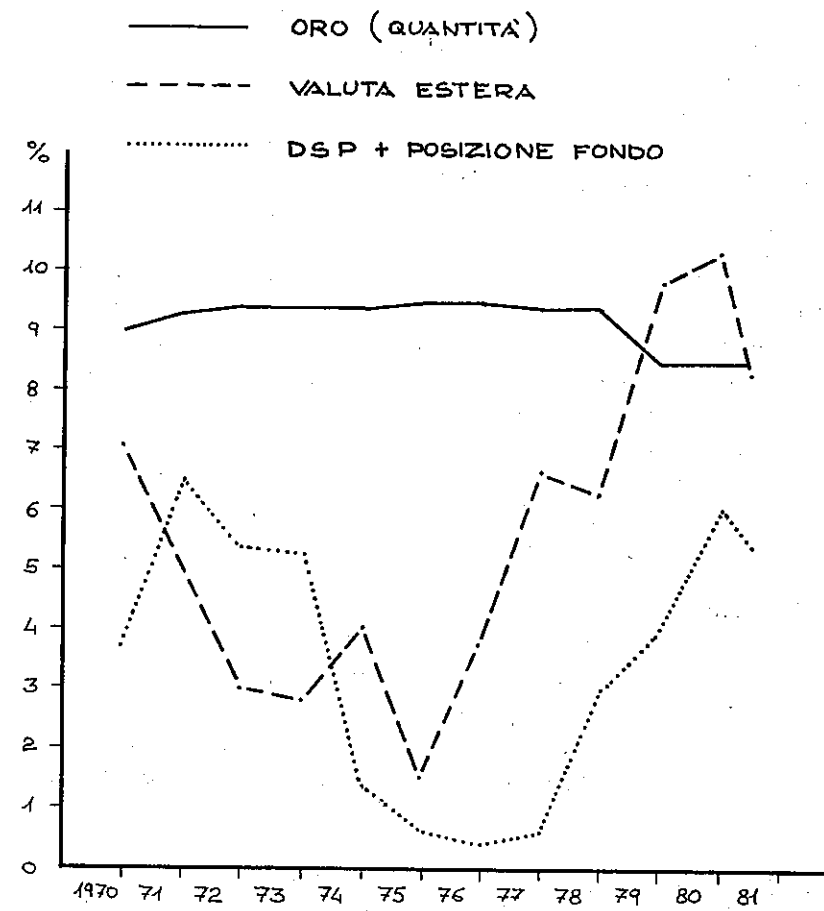
Valutando l'oro ai prezzi di mercato si osserva nella figura 7 che la quota italiana sul totale delle riserve internazionali è salita nella seconda metà del decennio da 5,9 per cento a fine 1975 a 8,9 a fine 1980 (Tav. 6 e 7). Ad analoga conclusione si giunge valutando l'oro a 35 DSP l'oncia: mentre nella prima metà del decennio la quota italiana era tendenzialmente decrescente,

(1) Definizione Fondo Monetario dei paesi industrializzati.

(2) In questa cifra è compreso il controvalore dell'oro ceduto al FECOM nel marzo del 1979.

FIG. 6
(TAV. 6)

COMPONENTI DELLE RISERVE INTERNAZIONALI DELL'ITALIA
IN RAPPORTO A QUELLE DEI PAESI INDUSTRIALIZZATI
(VALORI PERCENTUALI)



Tav. 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 a 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 (1)	8,5 (2)	8,9 (1)	8,6 (1)
1980	6,0	10,3 (1)	8,5 (2)	9,7 (1)	8,9 (1)
1981 (1)	5,4	8,3 (1)	8,5 (2)	8,0 (1)	8,3 (1)

(1)-(2) Come le note 1 e 2 della tav. 1 estendendo le considerazioni fatte anche agli altri partecipanti al FEEDCOM (incluso in Regno Unito).

(3) Come nota 3 della tav. 1.

Fonte: Elaborazioni da International Financial Statistics Yearbook 1980 e September '81.

essendo passata da 7,6 per cento a fine 1970 al 3,4 per cento a fine 1975, essa cresceva ininterrottamente nella seconda metà del decennio fino a raggiungere il 9,7 per cento del totale (Tav. 6). 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 (fig. 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 (fig. 9) e non ha più una posizione di forza nel sistema bancario internazionale.

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

Dal punto di vista della « sicurezza » della nazione nel suo complesso non fa grandissima 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.

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 parlato 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 a fine 1970 a 34,2 a fine 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 8 mostra la dinamica delle attività e passività delle aziende di credito italiane rapportate agli analoghi valori per il totale dei paesi indu-

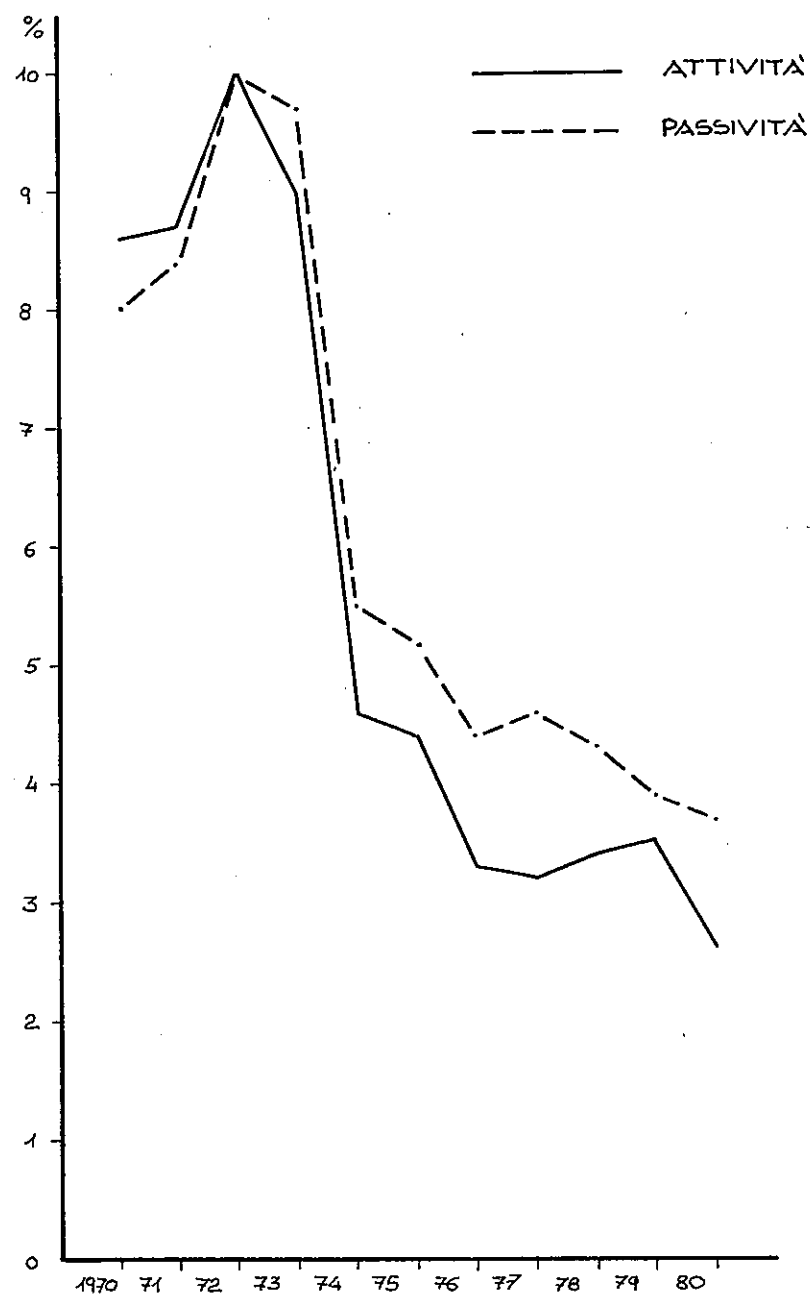
Tav. 8 - Attività e passività sull'estero delle aziende di credito dell'Italia

In miliardi di dollari USA	Attività		Passività		Posizione netta
	Valori assoluti	rispetto ai Paesi industrializzati (in %)	Valori assoluti	rispetto ai Paesi industrializzati (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 '81.

FIG. 8
(TAV. 8)

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



strializzati. 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 ed in presenza di un forte calo iniziato dal 1972 in poi della quota italiana sia delle passività che delle attività delle aziende sul totale dei paesi industrializzati.

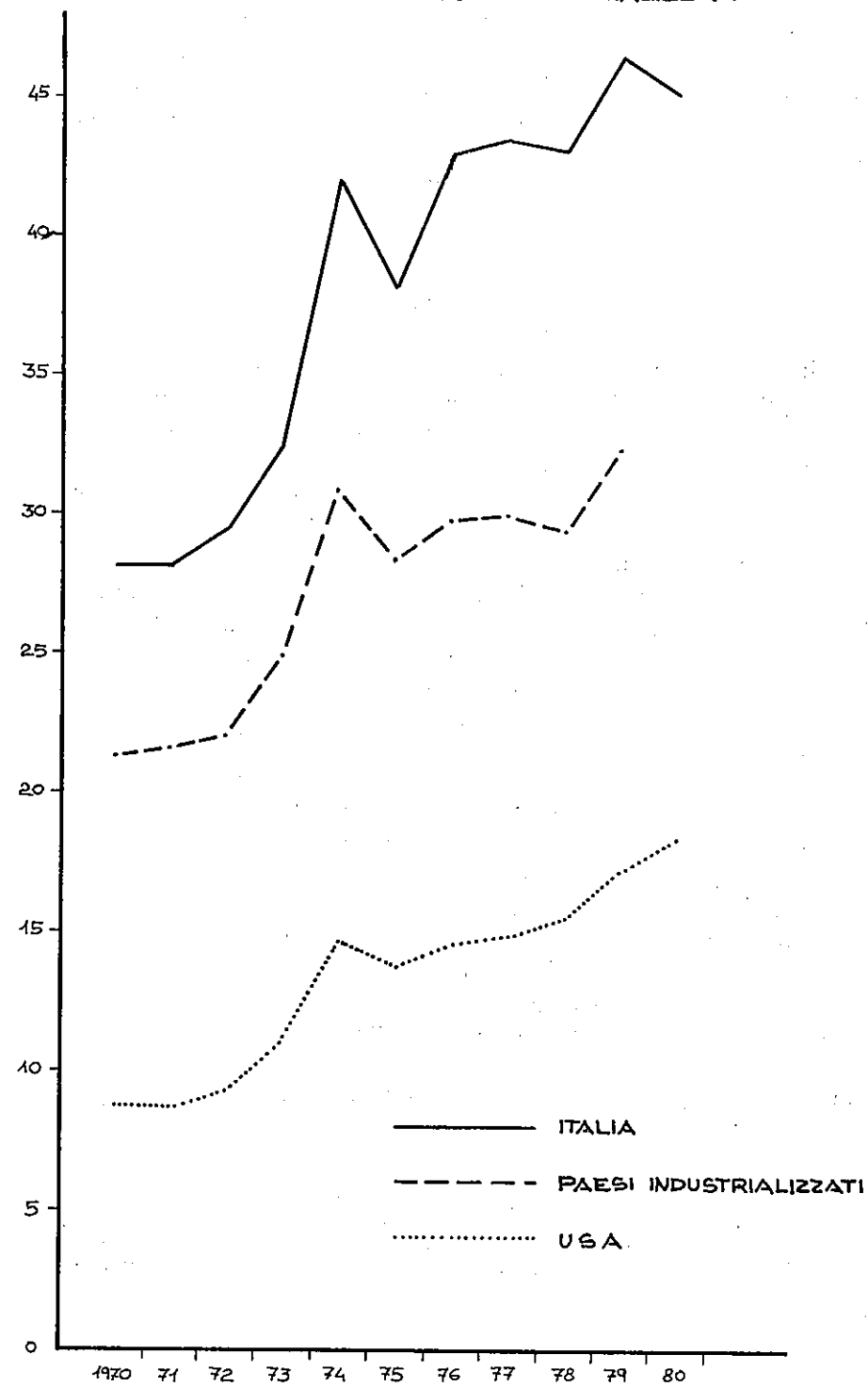
Questa così netta diminuzione delle quote italiane può essere interpretata come un segno della riduzione del grado di integrazione finanziaria con l'estero dell'Italia. L'inflazione in eccesso a quella media dei paesi industrializzati, la instabilità del cambio e soprattutto i molteplici controlli sui 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 di tutti i tipi nella conclusione della politica monetaria e creditizia piuttosto che per l'operare dei meccanismi di mercato e del tasso di interesse (1) ha comportato delle distorsioni e dei costi non indifferenti, fra i quali quello qui sopra descritto. L'Italia non è riuscita a beneficiare direttamente dell'enorme espansione del mercato delle eurovalute e non ha saputo 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 apertura commerciale dell'Italia con il resto del mondo (fig. 9 e Tav. 9). La somma delle importazioni e delle esportazioni italiane è aumentata in percentuale al PIL dal 28 per cento circa nel 1970 al 45 per cento 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 per cento nel 1970 al 35 per cento circa nel 1980. Particolarmente elevato è stato

(1) 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.

FIG. 9
(TAV. 9)

GRADO DI APERTURA COMMERCIALE DELL'ITALIA E
DEI PAESI INDUSTRIALIZZATI



Tav. 9 - Grado di apertura commerciale dell'Italia e dei Paesi industrializ.
(Totale interscambio commerciale con l'estero in rapporto al PIL)

	Italia	Paesi industrializzati	USA
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 Fonti IFS Yearbook 1980 e September 1981, ed OCSE Conti Nazionali.

l'aumento del grado di integrazione commerciale con l'estero degli Stati Uniti, per i quali il rapporto è passato dall'8,7 per cento nel 1970 al 18,5 per cento nel 1980.

**Parte II - Le partite correnti ed il cambio:
loro determinanti e loro importanza per i flussi di riserve**

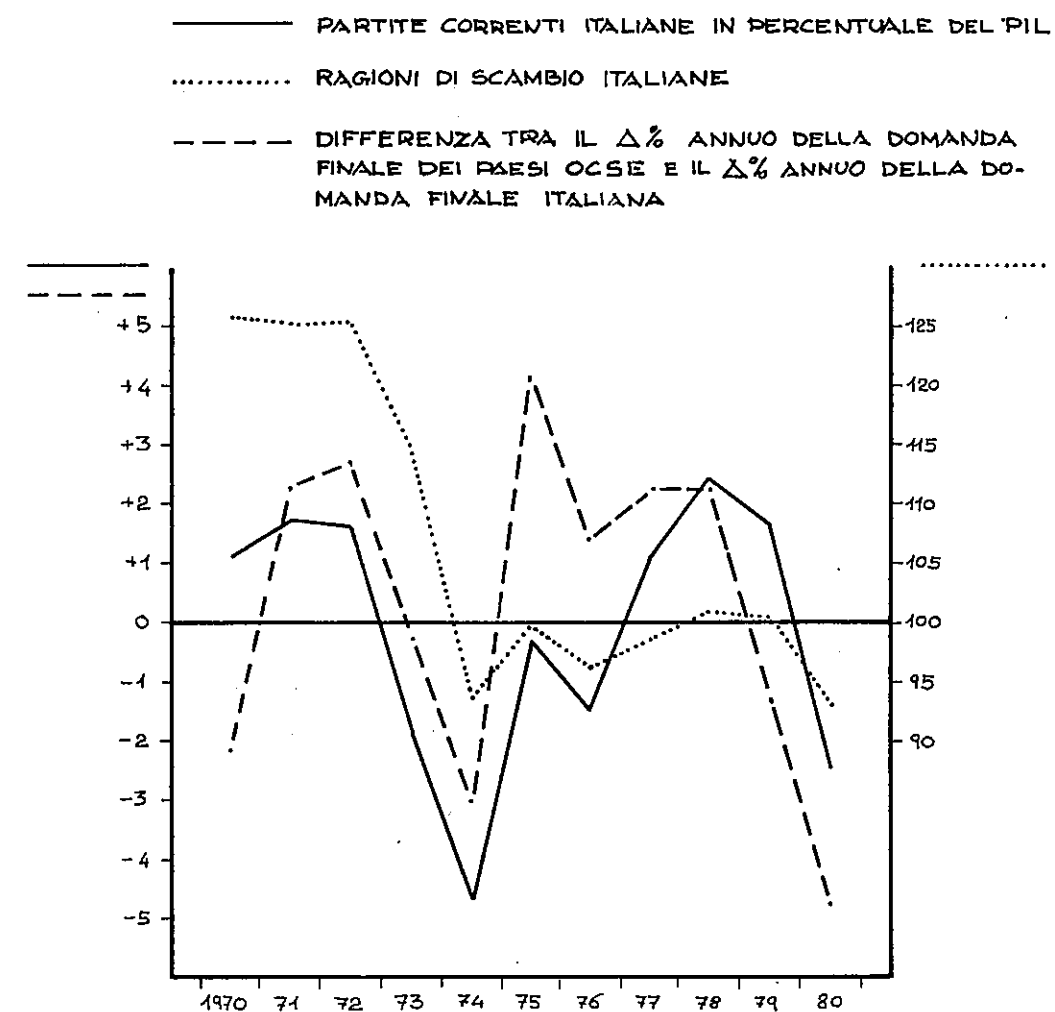
4. - Le determinanti delle partite correnti italiane

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. E' noto che la voce più stabile e più facilmente spiegabile sono le partite correnti. Analizziamo dapprima le sue determinanti.

Nella figura 10 sono riportate le partite correnti italiane (in percentuale al PIL), le ragioni di scambio dell'Italia definite come rapporto fra valori medi unitari all'esportazione e all'importazione ed infine il divario fra tassi di aumento della domanda finale dei paesi OCSE (escluso l'Italia) e domanda finale dell'Italia. 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 italiane. Queste hanno oscillato tra un minimo assoluto di -4,7 per cento del PIL nel 1974 (contro -1,8 nel 1973) ed un massimo di 2,5 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 di venir colpita dalle crisi petrolifere proprio in momenti di massima espansione ciclica rispetto alla media dei paesi OCSE, ciò che

FIG. 10
(TAV. 10)



Tav. 10 - Partite correnti, ragione di scambio domanda aggregata

	Saldo delle partite correnti in rapporto al PIL	Ragioni di scambio (1975=100)	Differenza fra $\Delta\%$ annuo della domanda finale dei Paesi OCSE (esclusa l'Italia) e $\Delta\%$ dell'Italia (1)
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

(1) 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.

rendeva il successivo aggiustamento più penoso di come sarebbe stato altrimenti. Non dobbiamo però dimenticare nel valutare se l'Italia è stata « sfortunata » o meno, che la domanda aggregata di ogni paese è fortemente influenzata dalle politiche monetarie e fiscali. Ne consegue che un'analisi più completa richiederebbe 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 della elasticità (elasticity approach) insieme con la ipotesi che la somma delle elasticità nell'arco dell'anno sia inferiore ad 1 e che il legame positivo tra il divario nei saggi di crescita delle domande aggregate e partite correnti è spiegato dalla teoria dell'assorbimento (absorption approach). In base a quest'ultima il saldo delle partite correnti è dato, sulla base dell'identità keynesiana del reddito, dalla differenza fra reddito e assorbimento, quest'ultimo definito come consumi privati più investimenti privati più spesa pubblica.

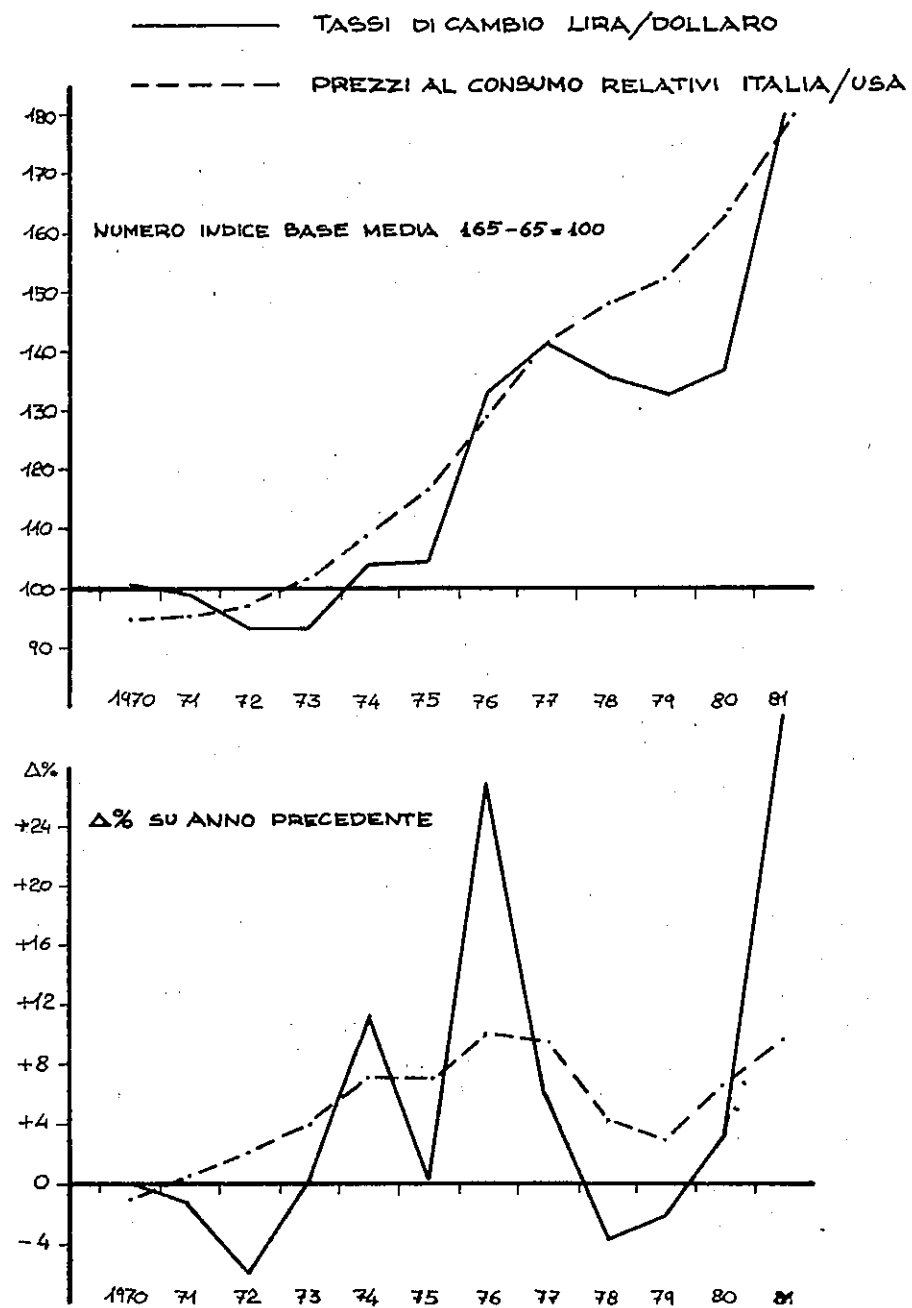
5. - L'importanza del regime dei cambi e le ragioni di scambio.

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 il cambio con il dollaro stabile la scelta della fissità del cambio lira-dollaro avrebbe comportato una grande perdita di competitività delle nostre merci, disavanzi di parte corrente crescenti e deflussi di capitali notevoli. 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 11 mostra un andamento

FIG. 11
(TAV. 11)

TASSI DI CAMBIO E PREZZI AL CONSUMO RELATIVI
ITALIA - USA



Tav. 11 - Tassi di cambio e prezzi al consumo relativi Italia-USA
(base 1965-68=100)

	Cambio Lira/Dollaro		Prezzi al consumo relativi Italia/USA	
	Numeri indici	Variazione percentuale su anno precedente	Numero indici	Variazione percentuale 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
	182,1	+32,7	175,3	+ 7,6

(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 Fonte IFS Yearbook 1980 e September 1981.

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 (1). 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 possono aver contribuito a questo apprezzamento reale della lira sono le forti importazioni di petrolio degli Stati Uniti nel periodo, il ritardo nell'adottare una seria politica energetica e la crisi politica e militare che investiva gli Stati Uniti in quel periodo e il benign neglect degli USA di fronte all'aumento della competitività americana al fine di accelerare l'aggiustamento delle partite correnti.

Sull'apprezzamento in termini reali della lira nel periodo ha probabilmente anche inciso la politica delle autorità monetarie italiane rivolta ad attenuare il peggioramento delle ragioni di scambio italiane. 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 senz'altro razionale poiché le elasticità della domanda di petrolio sono basse nel breve periodo e poiché 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 rendendo l'aggiustamento più graduale ed allo stesso tempo contenendo l'inflazione all'interno. Un analogo ragionamento vale per il periodo 1978-80.

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.

(1) Per un'analisi più approfondita delle cause delle deviazioni dei cambi nominali dalla parità dei poteri di acquisto si veda Giorgio Sorego 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.

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 poiché 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.

Bibliografia

- Alexander Sidney S., *Effects of a Devaluation on the trade balance*, International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 2 (aprile 1952).
- Cassel Gustav, *Money and Foreign Exchange after 1914*, Macmillan, London 1930.
- Dornbusch Rudiger, *Exchange Rate Economics: where do we stand?*, Brookings Papers on Economic Activity 1980: No. 1.
- Heller Robert H., *International Reserves and Worldwide Inflation*, International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 23 (marzo 1976).
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, Yearbook, varie edizioni.
- Johnson Harry G., *International Trade and Economic Growth*, Harvard University Press, Cambridge MA.
- Laidler David e Spinelli Francesco, *Politica monetaria e rientro dall'inflazione: alcune considerazioni*, in *Saggi di Politica Monetaria e Fiscale in Italia* a cura di Francesco Spinelli e Giuseppe Tullio, Franco Angeli, Milano 1982.
- Machlup Fritz, *The Need for Monetary Reserves*, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, Vol. 78, Settembre 1966.
- Savona Paolo, *Eurodollari Inflazione e Crisi Petrolifera*, in *Nuove Tendenze del Commercio Internazionale*, Istituto Universitario di Studi Europei, Torino 1980.
- Sommariva Andrea e Tullio Giuseppe, *Macroeconomic Policy, Inflation and Growth: 100 years of German Economic History*, di prossima pubblicazione, Macmillan, Londra 1984.
- Tullio Giuseppe, *The Monetary Approach to External Adjustment: a case study of Italy*, Macmillan, Londra e St. Martin's Press, New York, 1981.

INDICE GENERALE

PREMESSA	pag. 5
PARTE GENERALE	
<i>Considerazioni generali</i>	» 9
<i>Conclusioni</i>	» 18
PARTE MONOGRAFICA	
<i>Bilancia con l'estero delle materie prime</i>	» 23
<i>Bilancia con l'estero dei prodotti alimentari</i>	» 107
<i>Bilancia con l'estero dei prodotti manufatti</i>	» 163
<i>Bilancia turistica con l'estero</i>	» 203
<i>Bilancia con l'estero e finanza pubblica</i>	» 241
<i>Flussi monetari con l'estero e riserve ufficiali</i>	» 315

INDICE DELLE MONOGRAFIE

I — Bilancia con l'estero delle materie prime (R. Targetti Lenti)	
1. - Considerazioni di sintesi	pag. 25
2. - Cenni sulle principali teorie del commercio internazionale	» 33
3. - Alcune caratteristiche del commercio estero italiano	» 38
4. - Il vincolo dei conti con l'estero e la struttura dell'interscambio	» 41
5. - L'andamento dei prezzi delle materie prime	» 43
6. - L'aumento dei prezzi delle materie prime e le ragioni di scambio	» 49
7. - La composizione e la dinamica delle esportazioni	» 53
Tablelle dal n. 1 al n. 17	» 59
Allegato 1	» 75
Appendice 1 - Confronti con altri paesi	» 85
Appendice 2 - Analisi della propensione ad importare	» 89
Appendice 3 - Le ragioni di scambio dei prodotti manufatti (esportati) e delle materie prime (importate). Impiego delle serie ISCO disaggregate	» 96
Bibliografia	» 103

II — Bilancia con l'estero dei prodotti alimentari (G. Somogyi)

1. - Problemi di definizione	pag. 109
2. - La definizione della bilancia alimentare	» 113
3. - La bilancia alimentare italiana nell'ultimo decennio	» 119
4. - La bilancia alimentare italiana: aspetti settoriali	» 139
5. - Considerazioni di sintesi	» 146
 Allegato I	
Elenco dei capitoli della tariffa doganale comprendenti voci considerate nella presente indagine	» 153
 Allegato II	
Elenco dei gruppi merceologici ISTAT contenenti voci della tariffa doganale considerate nella presente indagine	» 154
 Allegato III	
Moduli elementari di composizione della bilancia alimentare dell'Italia	» 156
 Allegato IV	
Bilancia alimentare italiana a prezzi correnti - Importazioni ed esportazioni	» 158
 Allegato V	
Composizione dei gruppi di prodotti delle tabelle 8 e 9	» 159
 Allegato VI	
Composizione dei gruppi di prodotti delle tabelle 10 e 11	» 160
	355