

MARIO ARCELLI

## RICICLAGGIO DEI PETRODOLLARI E AGGIUSTAMENTI DELLE BILANCE DEI PAGAMENTI

CON QUALCHE RIFERIMENTO ALLA SITUAZIONE ITALIANA

1. La grave crisi delle economie occidentali originata dal brusco aumento del prezzo del petrolio se da un lato comporta un sostanziale mutamento nei rapporti tra economie industrializzate e paesi produttori di petrolio, impone d'altro lato

a) di riconsiderare la validità di taluni criteri di aggiustamento delle bilance dei pagamenti e dei connessi teoremi economici aventi come oggetto l'uso appropriato delle politiche monetaria e fiscale in situazioni di squilibrio.

Più in generale, si rivela indispensabile la revisione dell'intera dottrina sull'argomento, che mostra una sostanziale inadeguatezza e confrontarsi con le attuali trasformazioni dei rapporti economici internazionali, caratterizzate da decisioni macropolitiche che alterano e invalidano il tradizionale quadro teorico (1):

Né può essere più rinviato

b) l'aggiustamento dei meccanismi operativi del sistema monetario internazionale, una volta riconosciuto che nel mutato quadro, la circolazione dei capitali affidata prevalentemente ai canali privati, contiene un pericoloso potenziale destabilizzante in termini di equilibrio dei pagamenti internazionali.

Soprattutto è urgente riconsiderare accuratamente il ruolo e il funzionamento del mercato dell'eurodollaro che va controllato e integrato con circuiti pubblici dei capitali.

---

(1) Occorre cioè riesaminare il rapporto tra economia e politica, come ha ripetutamente sollecitato il Perroux (si veda in particolare F. PERROUX, *Pouvoir et économie*, Bordas, 1973), e come anche di recente ha posto in evidenza il Galbraith nel suo Presidential address all'American Economic Society (si veda *Power and the Useful Economist*, in «American Economic Review», mar. 1973).

Scopo della presente comunicazione è di affrontare in forma problematica taluni temi pertinenti al punto *a*) e di valutare criticamente i meccanismi alternativi del riciclaggio dei petrodollari, ponendo al centro dell'attenzione il mercato delle eurovalute.

2. Il cosiddetto riciclaggio dei petrodollari sta ad identificare la messa in atto di una serie di meccanismi operativi nel sistema monetario internazionale in base ai quali i *deficit* nelle partite correnti delle bilance dei pagamenti delle economie industrializzate, prodotti dall'accresciuto costo delle importazioni di petrolio, potrebbero trovare il loro finanziamento nei *surplus* dei paesi esportatori, che verrebbero opportunamente canalizzati verso i paesi deficitari.

Contrariamente a quanto si sarebbe indotti a concludere da un esame affrettato del problema, l'attuazione di un effettivo riciclaggio di petrodollari non sminuisce la rilevanza del quesito se gli aggiustamenti nelle bilance dei pagamenti possano aver luogo, in una prospettiva di lungo periodo, attraverso variazioni nei movimenti di capitale, oppure debbano realizzarsi incidendo (e in quale misura) sulle partite correnti; mentre dal punto di vista teorico rimane aperta la questione se tra gli obiettivi intermedi della politica economica debba annoverarsi il saldo globale della bilancia dei pagamenti (cioè il saldo delle partite correnti più il saldo dei flussi di capitale non ufficiali), oppure sia da considerare anche il saldo delle partite correnti quale obiettivo separato.

In altri termini vi è sia un problema di fattibilità della soluzione della crisi (che esamineremo successivamente) costituito dal confronto tra *deficit* previsti, improvvisi e abnormi, e relative possibilità di finanziamento; sia un'alternativa teorica sui criteri ottimali di aggiustamento delle bilance dei pagamenti, collegata alla definizione degli obiettivi di breve e di lungo periodo.

2.1. Su quest'ultimo argomento esistono posizioni difformi sia in dottrina sia a livello delle banche centrali e degli organismi monetari internazionali.

In dottrina l'interesse per i criteri di aggiustamento delle bilance dei pagamenti, che è argomento distinto da quello dei meccanismi riequilibratori, è stato ravvivato nell'ormai famoso convegno di Sheffield su « Teoria e politica monetaria degli anni

'70 » da una brillante relazione di Williamson intitolata « On the normative theory of balance of payments adjustment ».

Lo studio di Williamson si qualificava come un tentativo pionieristico di applicazione del modello di Ramsey di accumulazione ottima ai problemi della bilancia dei pagamenti e in questo senso rappresentava un rovesciamento di prospettiva rispetto alla dottrina dominante (Tinbergen-Mundell).

Mentre la letteratura prevalente concentra la sua attenzione sui saldi globali (inclusivi della sezione movimenti di capitale) delle bilance dei pagamenti, preoccupandosi di un equilibrio complessivo dei conti con l'estero, tendenzialmente di breve periodo; l'approccio di Williamson poneva al centro dell'interesse i saldi delle partite correnti ed il lungo periodo.

Le conseguenze della teoria dominante sono la preminenza degli interventi di breve periodo che spesso risultano indesiderabili in termini di obiettivi di lungo periodo di cui ostacolano la realizzazione (2); e la negligenza per il livello di indebitamento verso l'estero che può rivelarsi fuorviante per le decisioni strategiche di politica economica.

Williamson contrapponeva dunque il suo approccio fondato sulla massimizzazione intertemporale di una funzione di benessere sociale (3) al modello di Mundell (4), che, come è noto, costituisce un'estensione al caso di un'economia aperta del fondamentale principio di politica economica di Tinbergen che richiede l'uguaglianza del numero di obiettivi e strumenti quale condizione necessaria per la soluzione di un modello normativo: gli obiettivi nell'analisi di Mundell essendo rappresentati dall'equilibrio interno di piena occupazione e da quello esterno dell'economia, inteso come pareggio complessivo della bilancia dei pagamenti, mentre gli strumenti vengono identificati nella politica monetaria (variazioni del tasso d'interesse) destinata a conse-

---

(2) Non va qui dimenticato il tentativo di Kaldor di considerare i rapporti tra strumenti e obiettivi, inquadrandoli in un contesto al contempo di breve e di lungo periodo (si veda N. KALDOR, *Conflicts in National Economic Objectives*, in « Economic Journal », dic. 1971). Si deve tuttavia rilevare che lo schema proposto da Kaldor non appare rigorosamente formalizzato.

(3) V. J. H. WILLIAMSON, *On the Normative Theory of Balance of Payments Adjustment*, in *Monetary Theory and Monetary Policy in the 1970's*, Oxford, The University Press, 1971, pp. 235-56. La massimizzazione della funzione di benessere sociale rappresenta un'elegante applicazione del principio di Pontryagin.

(4) V. R. A. MUNDELL, *International Economics*, New York, Macmillan, 1968.

guire l'equilibrio esterno, e nella politica fiscale (variazioni nel *surplus* o nel *deficit* di bilancio) deputata a fini di equilibrio interno. Tutto ciò in condizioni di cambi fissi.

Ove la flessibilità dei cambi coesista con la perfetta mobilità dei capitali, la teoria di Mundell ribalta il ruolo degli strumenti nel senso che la politica fiscale incide sul saldo delle partite correnti.

La flessibilità dei cambi offre inoltre un grado di libertà nella conciliazione di obiettivi interni ed esterni. Anche in questo caso tuttavia, l'equilibrio esterno fa riferimento a un saldo globale della bilancia dei pagamenti, trascurando di evidenziare il volume di indebitamento verso l'estero.

Williamson sosteneva che le differenze tra la sua analisi dei flussi di capitale prima della soluzione asintotica e quella del modello di Mundell sono fondamentali. Per Mundell infatti gli aggiustamenti nelle partite correnti possono essere evitati, manipolando il conto capitale: questa dottrina secondo Williamson avrebbe avuto un'influenza perniciosa sulla politica economica e avrebbe contribuito alla persistenza degli squilibri e alla spinta inflazionistica mondiale (5).

Inoltre, secondo Williamson, Mundell avrebbe attribuito un peso eccessivo al mantenimento di un livello di riserve valutarie costante (6): lo scopo delle riserve è quello di agire come scorta per smorzare le fluttuazioni di breve periodo e per fornire tempo per impiegare i migliori meccanismi di aggiustamento; non si tratta dunque di una costante da osservare a costo di distorsioni, ma semplicemente di un vincolo flessibile in un processo di ottimizzazione.

In effetti secondo l'economia del benessere, l'approccio di Tinbergen-Mundell è sub-ottimale ed incompleto nella derivazione dei teoremi di politica economica. La teoria statica del benessere insegna che lo aggiustamento ottimo della bilancia dei pagamenti si realizza nelle partite correnti piuttosto che nei mo-

---

(5) In effetti Mundell è conscio dell'importanza della composizione della bilancia dei pagamenti che si riflette nel livello di indebitamento esterno. Tuttavia la dottrina dominante non ha mai introdotto esplicitamente un obiettivo e uno strumento addizionali al fine di conseguire la composizione desiderata nei saldi della bilancia dei pagamenti; mentre si deve riconoscere che l'analisi di Williamson fornisce un quadro teorico atto ad evidenziare tale aspetto, rendendo inoltre correnti gli obiettivi di breve periodo con quelli di lungo periodo.

(6) Il perseguimento di un sistematico equilibrio esterno di carattere globale, implicherebbe infatti un livello di riserve valutarie stabile.



vimenti di capitale e che lo strumento corretto di politica economica per il conseguimento di tale risultato è il mutamento dei rapporti di cambio o la variazione dei salari monetari, se è possibile agire in tale direzione (7).

Il modello di Williamson non solo ribadisce tali proposizioni, ma definisce il comportamento ottimale nel tempo, inquadrando gli interventi in una prospettiva di lungo periodo (8). Si evita così la semplicistica definizione di obiettivi al di fuori di una funzione di benessere sociale. Si deve però osservare che sia i precetti di Mundell che le tesi di Williamson, dopo lo scoppio della crisi petrolifera, appaiono insoddisfacenti ed astratti.

Della Teoria di Mundell che concentra l'attenzione sui problemi di aggiustamento transitorio che spesso risultano dominanti nelle preoccupazioni delle autorità monetarie, non va dimenticato il carattere distorsivo (9), ma soprattutto, nella prospettiva della nuova realtà, va sottolineata l'inadeguatezza a misurarsi con disavanzi delle bilance dei pagamenti (10) e con fenomeni di stag-flazione che sfuggono alla spiegazione del quadro teorico tradizionale. È un argomento questo che svilupperemo organicamente.

Ma anche le tesi di Williamson appaiono ora eccessivamente astratte e ciò non solo per l'accento posto sul lungo periodo e

(7) v. F. M. OPPENHEIMER, *Discussion Paper*, in *Monetary Theory* ecc., cit., p. 260

((8) In effetti l'analisi di Williamson definisce l'ottimo sentiero temporale del *surplus* nelle partite correnti di un'economia. Una situazione di equilibrio ottimale si consegue quando il saggio di rendimento marginale sulle attività estere possedute viene mantenuto uguale al saggio di preferenza temporale sociale.

L'estensione del modello a situazioni più realistiche richiederebbe l'applicazione della teoria delle scelte di portafoglio in modo da tener conto della struttura sia dell'indebitamento sia delle attività finanziarie e collegare le attività interne con quelle estere.

La teoria delle scelte di portafoglio, al di fuori di un approccio intertemporale, è già stata applicata da Branson.

Si veda W. BRANSON, *Financial Capital Flows in the U.S. Balance of Payments*, North-Holland, 1968.

(9) Il carattere distorsivo deriva sia dalle conseguenze interne dell'adozione dei livelli di tassi d'interesse determinati da preoccupazioni esterne, sia dallo scarso incentivo a riequilibrare le partite correnti, in presenza di movimenti compensativi dei capitali.

(10) Il completo riequilibrio dei disavanzi di parte corrente attraverso movimenti di capitale indotti da variazioni nel tasso di interesse, non appare infatti realizzabile per molte economie nelle presenti circostanze. Sui limiti del mercato dell'eurodollaro quale meccanismo riallocativo dei capitali, si vedano oltre le nostre considerazioni.

per il ruolo centrale esercitato nelle deduzioni dei teoremi da una funzione di benessere sociale di ardua definizione (11).

Per taluni paesi deficitari infatti, i problemi di accumulazione ottima di attività nette sull'estero si rivelano quanto mai remoti: si tratta piuttosto di evitare il collasso delle economie per carenze di riserve valutarie e per difficoltà di accrescere ulteriormente l'indebitamento sull'estero.

Ma anche per i paesi esportatori di petrolio, la soluzione asintotica che prevede un riequilibrio della bilancia dei pagamenti si profila troppo lontana nel tempo e quindi priva di significato operativo.

Dell'insegnamento di Williamson rimane però valida l'attenzione per il saldo delle partite correnti e l'ottica di lungo periodo che deve guidare l'aggiustamento delle bilance dei pagamenti.

2.2. Dal punto di vista degli organismi monetari internazionali, tradizionalmente l'indicatore rilevante circa l'andamento dei rapporti di un sistema economico con il « resto del mondo » era costituito dal saldo delle partite correnti, e il conseguente obiettivo di politica economica veniva identificato con l'equilibrio di tale sezione della bilancia dei pagamenti.

In via temporanea un paese poteva fare assegnamento sui movimenti di capitale per mantenere un certo equilibrio nei conti con l'estero, compatibile con la dimensione delle riserve valutarie possedute, in modo da non incidere penosamente sul livello di occupazione.

Ma ove il *deficit* delle partite correnti si fosse rivelato persistente, ciò avrebbe dimostrato l'esistenza di uno squilibrio fondamentale che andava sanato con un mutamento nella parità dei cambi (12).

---

(11) Basti accennare a livello di definizione teorica ai problemi sollevati da Arrow nel suo *Social Choice and Individual Values* e sviluppati da un'estesa letteratura; e a livello di definizione empirica agli sforzi di Frisch e della scuola norvegese.

(12) Benché la nozione di squilibrio fondamentale non sia stata precisata dalla Carta del Fondo, il riferimento al saldo delle partite correnti sembra sia stato il criterio dominante nella filosofia di Bretton Woods.

R. F. Mikesell, che ebbe accesso alla documentazione inedita degli incontri pre-Bretton Woods, scrive che « il principale criterio per i mutamenti delle parità nelle menti degli autori del testo dell'Accordo del Fondo era l'esistenza di uno squilibrio delle partite correnti richiedente una variazione del cambio ».

Si veda R. F. MIKESSELL, *The Role of the International Monetary Agreements in a World of Planned Economies*, in « Journal of Political Economy », 1947 e, nello stesso senso, H. HANSEN ALVIN, *Fundamental Disequilibrium*, in

Il comportamento delle autorità monetarie era in genere coerente con tale schema nel senso che solo i ricorrenti *deficit* nelle partite correnti, invano contrastati da interventi di politica economica, portavano ad una svalutazione del cambio, mentre solo i persistenti *surplus* in tale settore della bilancia dei pagamenti, non compensati da stabili deflussi di capitale a lungo termine, inducevano a rivalutare la moneta.

Storicamente ciò va messo in relazione anche al fatto che fino alla seconda metà degli anni '50, la circolazione internazionale dei capitali era limitata e generalmente sottoposta a controlli amministrativi.

Ma gli anni '60, anche in seguito all'influenza della teoria dominante, vedono in primo piano prima il concetto di bilancia di base, comprendente i movimenti di capitale a lungo termine (13) e poi la nozione di saldo globale della bilancia dei pagamenti (14).

L'enorme dimensione raggiunta in anni recenti dal mercato dell'eurodollaro e i dirompenti movimenti speculativi di capitale alimentati da tale mercato, alterano pure il comportamento delle autorità monetarie e si assiste così a mutamenti nelle parità dei cambi indotti da squilibri nel settore dei movimenti di capitale.

Con la successiva introduzione dei cambi flessibili, l'equilibrio esterno che dovrebbe formarsi automaticamente, viene dunque visto come un obiettivo globale, che prescinde dal saldo delle partite correnti come obiettivo separato.

Di fatto però l'equilibrio automatico si rivela mitico. Infatti l'esistenza di sfasamenti e ritardi temporali tra transazioni, regolamento e registrazione delle operazioni con l'estero; il verificarsi di temporanee instabilità dinamiche nel mercato dei cambi (ritardi operativi delle elasticità di prezzo e aspettative per-

« Review of Economics and Statistics », 1946 e G. HABERLER, *Currency Depreciation and the International Monetary Fund*, in « Review of Economics and Statistics », 1946.

Si deve però rammentare che il Fmi già nel 1949 metteva a punto un concetto di *deficit* (*surplus*) della bilancia dei pagamenti che escludeva dal computo solo gli interventi ufficiali compensatori e includeva quindi i movimenti di capitali privati.

(13) v. W. M. SCAMMELL, *International Monetary Policy*, Macmillan, 1964, pp. 55-6 e 61.

F. MACHLUP, *International Monetary Economics*, Allen e Unwin, 1966, cap. 5, che analizza criticamente la nozione di equilibrio e di squilibrio della bilancia dei pagamenti nella dottrina del tempo.

(14) v. F. MACHLUP, *op. cit.*, pp. 73-4, e R. A. MUNDELL, *op. cit.*, pp. 141 e 205.

verse); nonché gli interventi delle autorità sui mercati valutari alterano sostanzialmente gli squilibri delle bilance dei pagamenti.

Su tale situazione si innesta la crisi petrolifera che con la drammaticità degli squilibri, contribuisce a ripristinare maggiore severità di comportamento, pur al di fuori dei tradizionali schemi di aggiustamento delle bilance. Se infatti le istituzioni internazionali ammoniscono i paesi deficitari dal ricercare troppo rapidamente l'equilibrio dei conti con l'estero per timore di svalutazioni emulative e del diffondersi di un clima recessivo a livello internazionale; resta pur vero tuttavia che ritorna in evidenza il saldo delle partite correnti, sia pure distinto in saldo petrolifero e saldo delle altre partite, mentre cresce l'attenzione per l'indebitamento cumulato con il resto del mondo. Riemerge così uno schema almeno parzialmente coerente con un'ottica di lungo periodo, che dovrebbe puntare su un sostanziale equilibrio delle partite correnti.

Per il breve periodo tuttavia, alcune difficoltà sorgono dal fatto che la disparità dei disavanzi prodotti dalla crisi petrolifera, impedisce che i diversi paesi seguano criteri uniformi di aggiustamento delle bilance, fondati su indiscutibili indicatori economici: onde la possibilità di conflitti e di reazioni se l'insieme degli obiettivi dei diversi paesi non dovesse rivelarsi coerente.

Alcuni paesi come la Francia aspirano infatti a restaurare un *surplus* nelle partite correnti nel corso di due o tre anni; altri, come l'Italia (15) e l'Inghilterra, intendono eliminare in un primo tempo il disavanzo non petrolifero delle partite correnti.

Gli Stati Uniti mirano a un sostanziale equilibrio, mentre la Germania non pare contrastare adeguatamente il proprio *surplus* commerciale.

3. L'impatto della crisi petrolifera sulle bilance dei pagamenti dei paesi industrializzati, come si è detto, non si distri-

---

(15) Per l'Italia ci riferiamo alle previsioni presentate dai dottori Ulizzi e Gnessi della Banca d'Italia a un recente seminario tenuto presso la Facoltà di Economia e Commercio dell'Università di Roma (giugno '74). Si veda anche BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Quarantaquattresima relazione annuale*, Basilea, giu. 1974, p. 7, per ulteriori informazioni sugli obiettivi dei diversi paesi.

buirà uniformemente. La tabella sotto riprodotta riporta i consuntivi del 1972 e 1973 e le previsioni per il 1974 delle partite correnti delle bilance dei pagamenti dei principali paesi.

SALDI DELLE PARTITE CORRENTI  
(in miliardi di dollari)

TABELLA 1

	1972	1973	Previsioni 1974
Stati Uniti . . . . .	- 8,4	3,0	- 2
Canada . . . . .	- 0,6	- 0,3	- 3/4
Giappone . . . . .	6,6	- 0,1	- 6
Francia . . . . .	0,3	- 0,2	- 5
Italia . . . . .	- 0,5	- 4,0	- 8
Svizzera . . . . .	0,2	0,2	- 1/2
Regno Unito . . . . .	0,2	- 3,6	- 8 1/2
Belgio . . . . .	1,2	1,1	- 3/4
Danimarca . . . . .	- 0,1	- 0,5	- 1 3/4
Germania occ. . . . .	0,5	4,8	6
Olanda . . . . .	1,3	1,9	1
Norvegia . . . . .	- 0,1	- 0,3	- 3/4
Svezia . . . . .	0,3	1,1	- 1/2

Fonte: « World Financial Markets », luglio 1974.

Le diversità di comportamento trovano giustificazione nel diverso peso delle importazioni di petrolio nelle diverse economie e nell'andamento più generale dei rapporti con il resto del mondo.

Le valutazioni riportate risultano confermate in peggior da recenti previsioni dell'Ocde, che indicano in 40 miliardi di dollari il disavanzo delle partite correnti dei paesi membri per il 1974 a fronte di un attivo di 5 miliardi nel 1973 e che sottolineano la disparità di situazioni nei diversi paesi.

È bene dunque precisare che la nostra analisi farà riferimento prevalente ai problemi delle economie più colpite da disavanzi verso l'estero e in particolare dell'Italia.

Le cifre menzionate potranno forse essere ridimensionate da un rialzo dei prezzi dei prodotti esportati dalle economie industrializzate, ma la politica di progressivo slittamento del cambio che rischia di essere adottata da un numero crescente di paesi si profila contrastante con tale tendenza, anche se positiva per accrescere il volume di esportazione.



Si può comunque escludere che le situazioni deficitarie più marcate possano essere risanate da rilevanti e generalizzati aumenti dei prezzi dei prodotti industriali, per le reazioni dei paesi produttori di petrolio che in tal caso aumenterebbero parallelamente il prezzo del grezzo (16); come pure da cospicue svalutazioni delle monete perché tale politica potrebbe innescare un processo di deprezzamenti a catena da parte dei paesi che non vogliono peggiorare la loro posizione competitiva, e perché gli alti e divergenti tassi d'inflazione nei diversi paesi troverebbero ulteriore alimentazione nelle svalutazioni e renderebbero comunque problematica e precaria la fissazione di parità.

È bensì vero che l'attuale situazione di cambi flessibili non richiederebbe espliciti interventi delle autorità; ma, come si è osservato, le instabilità dinamiche del mercato dei cambi che possono essere sensibili nel breve andare (17) e l'instaurarsi di aspettative perverse potrebbero originare squilibri anche maggiori delle situazioni di partenza. Se si tiene poi presente la rilevata correlazione tra deprezzamento del cambio e tasso d'inflazione, non è difficile capire perché le autorità monetarie si preoccupino di tenere sotto controllo il mercato dei cambi e intervengano quando il deterioramento del potere d'acquisto esterno superi certi limiti.

Tale comportamento si accompagna alla sempre maggiore coscienza che squilibri delle dimensioni attuali, che affliggono contemporaneamente molti paesi, non possono essere risolti individualmente, ma solo con interventi coordinati. Ne discende il precetto di non adottare politiche che aggraverebbero intollerabilmente i problemi d'altre economie per evitare ritorsioni e l'espandersi di restrizioni sugli scambi e sui pagamenti.

Si può dunque escludere che il riequilibrio delle bilance dei pagamenti possa aver luogo rapidamente mediante aggiustamenti nelle sole partite correnti: sia per i limiti alla manipolazione dei cambi, sia per l'impossibilità che le maggiori entrate dei paesi produttori di petrolio possano tradursi tempestivamente in rile-

---

(16) Di recente si è avuta infatti la decisione da parte del Consiglio dell'Opec di istituire un legame automatico tra prezzo del petrolio grezzo e tasso medio di inflazione dei paesi industrializzati, con evidente analogia al meccanismo della scala mobile.

(17) Come è noto le elasticità di domanda dei beni e servizi importati ed esportati tendono ad essere più elevate nel lungo periodo, dopo che si sono manifestati gli adattamenti conseguenti a variazioni nei rapporti di cambio.

vanti maggiori importazioni di beni e servizi delle economie in disavanzo. Si può anche escludere che i *deficit* più rilevanti possano essere fronteggiati dalle sole riserve valutarie. È quindi essenziale affidarsi al finanziamento estero. Va però precisato che se l'aggiustamento delle bilance dei pagamenti deve aver luogo almeno nel breve-medio periodo mediante variazioni nel conto capitale, scarse sono le indicazioni operative che possono desumersi dalla modellistica di Mundell.

Si oppone infatti ai precetti mundelliani per il simultaneo conseguimento dell'obiettivo interno di piena occupazione e di obiettivo esterno di pareggio della bilancia dei pagamenti, la dimensione dei disavanzi e le situazione contraddittoria di inflazione-recessione, caratteristica di molti paesi e dell'economia internazionale, che non appare definibile nei termini dei teoremi di Mundell (18).

A sostenere un quadro diffuso di *stag-flation*, il maggior costo del petrolio contribuisce alimentando le tensioni inflazionistiche dal lato dei costi ed introducendo fenomeni recessivi nell'economia.

È nota la tesi dell'imposta indiretta esterna: tutto avviene come se i paesi produttori avessero messo un'imposta del 300 % sul petrolio, pari a un prelievo dell'ordine del 2-3 % sul prodotto lordo dei paesi europei e del Giappone, il cui ammontare è loro trasferito (19). Ciò determina internamente ad ogni sistema economico una dispersione di reddito, solo parzialmente compensata dalla riduzione dei risparmi, che può creare un pericoloso processo deflazionistico. Effetti deflazionistici possono pure derivare dalla riduzione del potere d'acquisto in termini reali determinata dall'aumento dei prezzi.

Dal punto di vista dell'equilibrio interno, l'effetto deflazionistico può essere facilmente compensato attraverso la creazione di nuova base monetaria, ma in tal caso la spirale inflazionistica verrebbe rimessa in movimento. I sistemi economici dei paesi industrializzati sono così posti più che mai di fronte al *trade-off* inflazione-disoccupazione.

---

(18) Si considerino in particolare i capitoli 16, 17 e 18 di *International Economics*, cit. Neppure il cap. 8 (appendice) offre una risposta adeguata ai dilemmi della situazione attuale.

(19) V. BANQUE DE PARIS ET DE PAYS-BAS, *Conjoncture*, mar. 1974 e, dello stesso mese, FIRST NATIONAL CITY BANK, *Monthly Economic Letter*.

Nell'ipotesi di un limite al finanziamento dei disavanzi della bilancia dei pagamenti, determinato dal livello di indebitamento esterno, il campo delle scelte viene corrispondentemente limitato e l'equilibrio di piena occupazione risulta impossibile.

In tal caso politica monetaria e politica fiscale dovrebbero entrambe essere manovrate in senso restrittivo secondo una strategia non contemplata da Mundell: quindi non manovre in senso inverso di politica monetaria e fiscale l'una deputata all'obiettivo di equilibrio interno e l'altra volta all'equilibrio esterno; ma simultaneità di azione e graduazione di politica monetaria e fiscale per ridurre la domanda aggregata e migliorare il saldo della bilancia dei pagamenti.

Politiche monetarie e fiscali di carattere globale si rivelano comunque sempre più inadeguate a fronteggiare i problemi di *stag-flazione* delle moderne economie e provvedimenti di carattere selettivo dovrebbero sostituire l'approccio macroeconomico.

In particolare per quanto riguarda la teoria monetaria, al di là delle note relazioni tra moneta e investimenti, la moderna analisi delle relazioni tra consumo, reddito e liquidità (20) ha chiarito a livello macro e microeconomico i riflessi sulla domanda del vincolo della liquidità (*expenditure constraint* di Clower) (21) reinterpretando il moltiplicatore come fenomeno di illiquidità (22).

Ne discende l'importanza di considerare non solo la quantità di moneta, ma anche la sua distribuzione nell'economia e i canali di creazione.

Parimenti risulta essenziale considerare i riflessi sulla bilancia dei pagamenti della composizione della domanda aggregata.

(20) v. J. TOBIN, *Wealth, Liquidity and the Propensity to Consume*, in *Human Behavior in Economic Affairs, Essays in Honor of George Katona*, Elsevier, 1972, per i riflessi sulla teoria del consumo, basata sulla ipotesi del ciclo vitale, dell'introduzione di un vincolo di liquidità.

J. TOBIN-W. DOLDE, *Consumer Spending and Monetary Policy*, Monetary conference series n. 5, Federal Reserve Bank of Boston, 1971, che riporta « simulazioni » degli effetti sul consumo di misure alternative di politica monetaria e fiscale.

Nonché R. BARRO-H. GROSSMAN, *Consumption Income and Liquidity*, saggio inedito presentato alla conferenza « Equilibrium and Disequilibrium in Economic Theory », Institute for Advanced Studies, Vienna, lug. 1974, che sviluppa la teoria di Clower intertemporalmente.

(21) v. R. CLOWER, *A Reconsideration of the Microfoundations of Monetary Theory*, in « Western Economic Journal », 1967.

(22) v. A. LELJONHUFVUD, *Keynes and the Classics*, Londra, 1969 e più recente dello stesso autore, *Effective Demand Failures*, in « Swedish Journal of Economics », 1973.

La possibilità di migliorare il saldo della bilancia dei pagamenti attraverso un deprezzamento del cambio incontra invece, come si è visto, grossi ostacoli nelle relazioni degli altri paesi, nella risposta del mercato valutario e nel ritmo di inflazione che sarebbe ulteriormente stimolato da tale manovra. Né l'inasprirsi della inflazione può rendere meno severa la sostanza del rialzo del prezzo del petrolio che impone comunque il trasferimento in termini reali di reddito o di ricchezza (reale o finanziaria) ai paesi produttori di tale fonte d'energia.

Nei limiti della sua fattibilità, tuttavia, il deprezzamento del cambio permette un più elevato livello di occupazione e in questa ottica il *mix* di politiche restrittive della domanda interna, di svalutazione e di finanziamento con riserve e in conto capitale del *deficit* della bilancia dei pagamenti andrebbe attentamente preso in considerazione (23).

Quanto alle politiche commerciali definite da Mundell come « qualsiasi intervento che restringa le importazioni o promuova le esportazioni senza influire direttamente sul livello di risparmio o di investimento » (24), esse tendono a suscitare opposizioni e reazioni da parte degli altri paesi anche maggiori di quelle prodotte dal deprezzamento del cambio.

Mundell ha però dimostrato che in presenza di campi flessibili, tenendo conto del miglioramento del cambio, l'effetto promozionale delle esportazioni risulta complessivamente deflazionistico: in altri termini, il moltiplicatore completo delle esportazioni che considera l'effetto « apprezzamento del cambio » è negativo.

Se tuttavia l'apprezzamento del cambio viene contrastato, si realizza un miglioramento nel saldo con l'estero che si accompagna ad un miglioramento nell'occupazione. L'onere dell'aggiustamento dei conti con l'estero viene quindi addossato integralmente agli altri paesi industrializzati e ciò spiega le reazioni all'adozione di politiche commerciali. Infatti data la relativamente bassa elasticità della domanda di petrolio, a meno di una depressione generalizzata, il *deficit* petrolifero globale dei paesi importatori è a breve termine praticamente imm modificabile: i

---

(23) Il discorso potrebbe qui collegarsi con quanto viene emergendo a livello teorico, dal cosiddetto « Cambridge debate » nelle due posizioni dominanti e contrapposte di Kaldor e Kahn.

(24) V. R. MUNDELL, *International Economics*, cit., p. 246.

miglioramenti nei conti con l'estero di un paese, si riflettono dunque necessariamente in equivalenti peggioramenti dei disavanzi degli altri paesi (25).

4. L'impossibilità di comprimere sostanzialmente il *deficit* petrolifero globale dei paesi industrializzati ripropone l'obiettivo necessità di considerare come fondamentale il riciclaggio dei petrodollari.

Tenuto conto che è impensabile una sterilizzazione dei *surplus* dei paesi esportatori di petrolio, che sottragga tale liquidità al sistema creditizio internazionale, perché contraria sia agli interessi individuali dei paesi eccedentari sia a quelli dell'intera collettività internazionale, si può ritenere acquisita l'esistenza sostanziale di fondi disponibili per il finanziamento dei *deficit* petroliferi. I problemi sorgono nella fase di canalizzazione di tali disponibilità verso le economie che maggiormente ne abbisognano. Le difficoltà nascono dal fatto che non è possibile, entro i limiti di una prudente politica bancaria, effettuare tale operazione attraverso i normali canali privati, dato che il rischio diverrebbe presto insostenibile: sia perché più fondi dovrebbero essere indirizzati proprio verso le economie meno solide, sia perché vi è attualmente la preferenza dei paesi produttori di petrolio per impieghi a breve termine, mentre le esigenze dei paesi deficitari sono soprattutto per prestiti a lungo termine.

Il riciclaggio dei petrodollari richiede pertanto inderogabilmente l'intervento sia degli stati, sia di organismi internazionali.

Tenendo presenti sia i canali già utilizzati, sia quelli potenzialmente attivabili, il riciclaggio dei petrodollari sembra dunque realizzabile secondo le seguenti linee:

1) Una parte dei fondi viene collocata sul mercato dell'eurodollaro, lasciando il compito di canalizzare i fondi alle banche operanti su tale mercato. La dimensione netta del mercato dell'eurodollaro, prossima ormai ai 200 miliardi di dollari, testimonia la rilevante capacità di assorbimento e di distribuzione di cifre enormi.

Permangono tuttavia i dubbi relativi ai pericoli di una struttura creditizia sottoposta a scarsissimi controlli, mentre i rischi

---

(25) V. MANUFACTURES HANOVER TRUST, *Economic Report*, International ed., giu. 1974.



diventano sempre più rilevanti; e soprattutto si pone l'interrogativo se sia adeguata in termini di equilibrio dei pagamenti internazionali, una redistribuzione dei fondi basata su meccanismi quali tassi d'interesse, domande di credito e aperture corrispondenti concesse in base ai criteri di valutazione bancaria.

Inoltre nei limiti in cui risultano prevalenti i depositi a breve, la situazione internazionale è sottoposta a notevole instabilità. Infatti tali fondi sono altamente volatili e possono quindi contribuire ad alimentare repentini flussi di capitale atti a sconvolgere il sistema dei cambi.

2) Altre disponibilità (al momento attuale questo è forse il canale maggiormente utilizzato) vengono investite direttamente sui grandi mercati monetari e finanziari dei paesi più progrediti. I paesi esportatori di petrolio investono una parte delle loro riserve in depositi di banche americane e inglesi e in titoli negoziati a New York e Londra.

La capacità di assorbimento di tali mercati sono enormi anche perché inizialmente le operazioni di investimento assumono la forma di un semplice trasferimento di proprietà di attività finanziarie possedute dalle banche centrali dei paesi importatori di petrolio a quelle dei paesi esportatori.

Il riciclaggio verso terzi paesi ha luogo indirettamente attraverso la creazione di più favorevoli condizioni di emissione di prestiti su tali mercati per i paesi deficitari; o con la concessione di crediti e l'esportazione di capitali da parte di banche e residenti americani verso i paesi in *deficit*.

In effetti nei primi mesi del '74, grazie anche all'eliminazione dei controlli sui movimenti di capitale, l'esportazione netta di capitali privati dagli Stati Uniti verso paesi importatori di petrolio è stata molto elevata. La concessione di ampi crediti da parte di banche americane a banche estere, in particolare a quelle giapponesi, è servita in non piccola misura a finanziare i maggiori costi delle importazioni di petrolio.

Si può anzi affermare che nei primi mesi i deflussi di capitali verso i paesi importatori di petrolio sono stati maggiori degli afflussi di fondi dai paesi esportatori di petrolio (26).

---

(26) Va qui rilevato che in relazione ai criteri di compilazione della bilancia dei pagamenti americana, l'afflusso di petrodollari non migliora il saldo della bilancia Usa in termini di regolamenti ufficiali, se esso viene a configurarsi come un trasferimento di proprietà di attività finanziarie possedute dalle

Tale tendenza si è però recentemente rovesciata a seguito di più ampi afflussi di petrodollari e di minori esportazioni di capitali dagli Usa.

Nei limiti in cui sostanziali ammontari di petrodollari restano investiti a New York senza che si realizzi un successivo riciclaggio verso paesi terzi, potrebbero nascere problemi di scarsità della liquidità internazionale.

3) Altri fondi vengono destinati dai paesi esportatori di petrolio ad investimenti diretti o di portafoglio, in operazioni immobiliari, e nella formazione di *joint ventures* con imprese dei paesi industrializzati. Si sono già verificati anche casi di concessione di prestiti ai paesi importatori e di deposito di somme in conto futuri pagamenti per acquisti di impianti.

I canali finora menzionati tendono tuttavia a indirizzare le disponibilità valutarie presso le economie più progredite e in particolare verso gli Stati Uniti che certamente sono relativamente meno colpiti di altre economie dalla crisi petrolifera.

4) Essenziale appare dunque l'attivazione di meccanismi addizionali, posti in essere da accordi tra stati o da iniziative di organismi internazionali, per correggere la circolazione delle disponibilità che, se affidata esclusivamente alle scelte e agli indicatori di mercato, aggraverebbe gli squilibri esistenti.

Grande rilievo acquista in questa prospettiva la decisione del Fondo monetario internazionale del 13 giugno 1974 (27) di creare un nuovo meccanismo di credito che completi l'assistenza fornita in base ai « *general arrangements to borrow* », per aiutare i paesi membri le cui bilance dei pagamenti siano state sostanzialmente squilibrate dall'aumento del costo del petrolio a superare il difficile periodo di transizione.

La dotazione prevista per il funzionamento di questo canale creditizio ammonterà all'equivalente di circa 3 miliardi in diritti speciali di prelievo e sarà sottoscritta da paesi produttori di petrolio. Per il momento hanno annunciato il loro concorso:

---

banche centrali dei paesi importatori di petrolio a quelle dei paesi esportatori; né modifica il saldo della bilancia in termini di liquidità se l'ammontare dell'indebitamento esterno a breve termine da parte degli Usa non viene alterato.

Viceversa la concessione di nuovi crediti da parte di banche americane a non residenti incide negativamente sui saldi dei conti con l'estero.

Si veda al riguardo BANQUE DE PARIS ET DES PAYS-BAS, *Conjoncture*, ago.-set. 1974, per una spiegazione dell'andamento attuale della bilancia dei pagamenti americana.

(27) v. IMF SURVEY, « Bulletin du Fmi », 24 giugno 1974.

Abu-Dhabi, il Canada, l'Iran, il Kuwait, la Libia, Oman, l'Arabia Saudita e il Venezuela.

I prestiti che saranno gravati di un moderato tasso d'interesse (7 %) e che avranno le caratteristiche del medio termine per permettere ai paesi beneficiari di ritrovare nuovi equilibri in mutate strutture della bilancia dei pagamenti, potranno venire incontro in particolare ai problemi dei paesi con maggiori disavanzi e del terzo mondo, non produttori di petrolio, che appaiono i più colpiti dalla crisi.

5) Nel caso dei paesi europei è in fase di realizzazione anche l'attivazione di prestiti emessi dalla Comunità europea e sottoscritti dai paesi esportatori di petrolio, il cui ricavato verrà messo a disposizione dei paesi membri maggiormente colpiti dalla crisi. La garanzia della Cee costituisce un sufficiente incentivo per attirare fondi dai paesi del medio oriente.

6) In ogni caso i paesi importatori di petrolio dovranno favorire l'ingresso dei capitali a lungo termine dei paesi esportatori sui loro mercati, contrapponendo i vantaggi del finanziamento del *deficit* delle bilance agli svantaggi della penetrazione di capitale straniero. Come pure si dovranno studiare nuove forme di assistenza nella forma di aiuti e di crediti alle economie in via di sviluppo (28). A tale riguardo i paesi esportatori hanno manifestato l'intenzione di creare nuovi organismi per facilitare il compito di convogliare gli aiuti verso le economie più bisognose ed inoltre gli istituti già esistenti, come la Banca mondiale e le diverse banche di sviluppo, potranno ricercare fondi per i loro programmi di sviluppo mutuando dai paesi esportatori di petrolio.

È comunque una facile previsione e in parte già un consuntivo, tenuto conto dei puri tempi tecnici che per il 1974 e forse per la prima parte del '75 il riciclaggio dei petrodollari avrà luogo soprattutto attraverso i primi tre canali.

L'interesse per il mercato dell'eurodollaro e degli eurobonds, come pure per i tradizionali mercati monetari e finanziari (New York, Londra ecc.), trova quindi un'ulteriore giustificazione nel problema del riciclaggio dei petrodollari. È perciò essenziale

---

(28) In questa prospettiva assume un particolare rilievo il piano recentemente proposto da Carli che tenderebbe a risolvere simultaneamente i problemi delle economie arretrate e di quelle industrializzate.

sottoporre ad attenta considerazione le prospettive di tale mercato.

5. Nell'ultima relazione all'assemblea della Banca d'Italia (29), il Governatore ha sottolineato la capacità di espansione del credito da parte del mercato dell'eurodollaro, ponendo contemporaneamente in evidenza due fondamentali pericoli connessi al riciclaggio dei petrodollari attraverso tale circuito.

Afferma Carli: « Quando il finanziamento dei disavanzi delle bilance dei pagamenti dei paesi importatori si compie mediante il trasferimento di dollari prelevati dalle riserve depositate negli Usa ai paesi esportatori e questi li depositano presso le banche dell'euromercato [...] se le banche centrali dei paesi importatori prendono in prestito in quel mercato le stesse somme che vi sono affluite, le riserve globali lorde espresse in dollari si duplicano.

La successione dei movimenti finanziari descritti potrebbe indurre a concludere che il mercato dell'eurodollaro consenta di finanziare disavanzi di dimensioni illimitate.

Ma sarebbe erroneo dedurre da tale constatazione che la capacità espansiva di questo mercato non incontri confini: invero oltre certi limiti di importo, i datori di fondi potrebbero preferire spostarli verso il mercato degli Stati Uniti ed eventualmente investirli in titoli azionari, sollevando problemi per la liquidità del sistema [...] ».

E prosegue più oltre: « Se la dimensione degli squilibri da finanziare restasse dell'ordine di grandezza stimato per il 1974 e se il finanziamento dei disavanzi avvenisse nella sua totalità attraverso il meccanismo dell'euromercato, nel corso di tre anni il volume degli eurodepositi potrebbe raggiungere quello dei mezzi di pagamento in essere negli Stati Uniti. Un numero limitato di banche non assoggettate a controlli, sarebbe in condizioni di amministrare questo volume di mezzi monetari [...].

Seguitare a finanziare gli squilibri legati ai rifornimenti di petrolio attraverso questo meccanismo significa concedere una delega ai centri finanziari internazionali sul futuro delle politiche economiche dei paesi consumatori, aggravando la condizione nella quale versano i più deboli, costringendoli eventual-

---

(29) V. BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale*, 31 maggio 1974, pp. 392-3.

mente ad un ridimensionamento della loro quota di commercio internazionale mediante restrizioni ».

Mentre in qualche misura i due tipi di pericolo evidenziati da Carli risultano entrambi reali, si può tuttavia rilevare che le ipotesi menzionate, in forma estrema, sono mutuamente esclusive e d'altro lato non indisputabili ove si accolga un diverso quadro teorico di riferimento.

Come è noto negli ultimi anni si è a lungo e sottilmente discusso se l'applicazione dell'approccio « offerta di moneta-moltiplicatore dei depositi » sviluppato da Brunner Meltzer e da Friedman e Cagan nel contesto di un sistema bancario interno, sia estensibile a spiegare il funzionamento del mercato dell'eurodollaro.

In senso favorevole a tale tesi si possono ricordare, nell'ampia scelta offerta dalla letteratura esistente, il famoso articolo di Friedman (30) e la brillante sistemazione teorica di Fratianni e Savona (31) che estendono la nozione di base monetaria all'economia internazionale.

In senso contrario si pongono invece le argomentazioni di Klopstock (32) e soprattutto una rassegna critica di Rainer Masera (33) che respinge le analogie tra sistema bancario interno e mercato dell'eurodollaro a causa delle diverse caratteristiche istituzionali e strutturali: in particolare la non esogeneità della base monetaria e le fughe dal circuito del credito, che sono di gran lunga più elevate e variabili sul mercato dell'eurodollaro, priverebbero di ogni significato il moltiplicatore *ex ante* dei depositi.

Inoltre mentre in un sistema bancario interno un vincolo importante al comportamento delle banche commerciali nella scelta delle loro attività è dato dalle riserve obbligatorie e dal bisogno di preservare la natura « monetaria » delle loro passività; tale vincolo sarebbe molto più tenue nel caso degli intermediari

---

(30) v. M. FRIEDMAN, *The Eurodollar Market: Some First Principles*, Morgan Guaranty Survey, ott. 1969.

(31) v. M. FRATIANNI-P. SAVONA, *La liquidità internazionale*, Bologna, il Mulino, 1972.

(32) v. F. KLOPSTOCK, *Money Creation in the Eurodollar Market - A Note on Professor Friedman's Views*, in « Review of the Federal Bank of New York », gen. 1970.

(33) v. R. S. MASERA, *Deposit Creation and the Eurodollar Market. The First Principles Reconsidered*, saggio presentato a un seminario della Banca d'Italia, 1972.



finanziari sul mercato dell'eurodollaro, che sono liberi di scegliere la composizione per maturità sia delle attività che delle passività pur nel mantenimento di un equilibrio globale.

La posizione di Carli sottolineando il carattere esogeno della base monetaria per il mercato dell'eurodollaro, offre, a nostro avviso un panorama eccessivamente schematico, anche se comprensibile dati gli scopi della *Relazione*, delle prospettive di tale mercato, sia nell'alternativa, peraltro puramente ipotetica, che l'intero riciclaggio dei petrodollari avvenga attraverso il mercato dell'eurodollaro, sia nell'ipotesi di spostamenti delle disponibilità da parte dei datori di fondi. Se si tiene conto che il sistema dell'eurodollaro ha la capacità di modificare il totale delle riserve disponibili, come pure la composizione delle attività e delle passività, ne risultano notevoli possibilità di adattamento a situazioni profondamente diverse.

Ciò senza escludere tuttavia la necessità di maggiori controlli e l'esigenza di attivare circuiti integrativi di capitali, anche di carattere pubblico.

TABELLA 2

STIMA DELLE DIMENSIONI DEL MERCATO DELL'EURODOLLARO  
(fine periodo, in miliardi di dollari)

	Lordo	Netto
1964 . . . . .	20	14
1965 . . . . .	24	17
1966 . . . . .	29	21
1967 . . . . .	36	25
1968 . . . . .	50	34
1969 . . . . .	85	50
1970 . . . . .	110	65
1971 . . . . .	195	80
1972 . . . . .	145	105
marzo . . . . .	220	120
giugno . . . . .	235	125
settembre . . . . .	265	140
dicembre . . . . .	295	155
1974 marzo . . . . .	330	170
metà maggio . . . . .	360	185

Fonte: «World Financial Markets», luglio 1974.

EUROCREDITI A MEDIO E LUNGO TERMINE  
DICHARATI PUBBLICAMENTE  
(per paese, in milioni di dollari)

TABELLA 3

	1970	1971	1972	1973	1974 (1° sem)	genn. metà sett. 1974
a) Paesi sviluppati . . . . .	4.226	2.536	3.597	12.252	13.672	16.188
Europa occidentale . . . . .	2.156	1.553	2.288	406	12.028	—
Danimarca . . . . .	27	172	41	4.732	340	340
Finlandia . . . . .	36	47	20	50	160	—
Francia . . . . .	20	40	176	9.918	1.307	3.041
Italia . . . . .	1.387	317	933	195	2.795	2.307
Norvegia . . . . .	—	15	128	192	201	—
Spagna . . . . .	230	317	136	385	894	1.008
Regno Unito . . . . .	48	462	689	2.782	4.221	4.954
altri . . . . .	408	183	165	1.176	1.110	—
Stati Uniti . . . . .	1.827	428	865	1.572	1.171	—
Sud Africa . . . . .	60	226	149	498	226	276
altri . . . . .	183	329	295	264	247	—
b) Paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio . . . . .	300	1.021	1.828	5.539	4.260	5.118
Argentina . . . . .	41	185	20	187	408	415
Brasile . . . . .	87	257	579	702	620	845
Grecia . . . . .	—	65	270	606	536	443
Messico . . . . .	56	295	197	1.738	405	450
Perù . . . . .	—	—	139	571	432	432
Filippine . . . . .	5	—	50	132	743	808
Sud Corea . . . . .	25	50	100	218	96	—
Zaire . . . . .	25	30	107	245	106	—
altri . . . . .	61	139	366	1.140	914	—
c) Paesi in via di sviluppo espor- tatori di petrolio . . . . .	146	340	936	2.935	535	—
Algeria . . . . .	—	50	172	1.563	150	—
Indonesia . . . . .	—	—	93	167	238	—
Iran . . . . .	123	211	335	724	40	—
altri . . . . .	23	79	336	481	107	—
d) Paesi socialisti . . . . .	48	66	499	834	1.392	1.504
Polonia . . . . .	—	—	—	270	290	390
Iugoslavia . . . . .	10	—	226	243	567	579
altri . . . . .	38	66	273	321	535	—
<i>Totale</i> . . . . .	4.720	6.963	6.860	21.560	19.859	23.449
Percentuale del totale:						
a) paesi sviluppati . . . . .	89,5	64,0	52,5	56,8	68,8	—
b) paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio . . . . .	6,4	25,7	26,6	25,7	21,5	—
c) paesi in via di sviluppo espor- tatori di petrolio . . . . .	3,1	8,6	13,7	13,6	2,7	—
d) paesi socialisti . . . . .	1,0	1,7	7,3	3,9	7,0	—

Cercheremo quindi di ampliare il panorama delle reazioni del mercato, analizzando la sua recente evoluzione e cercando di delinearne le prospettive secondo le nuove tendenze percepibili in questi mesi (34).

Il mercato dell'eurodollaro ha avuto un rapidissimo sviluppo nella prima metà del 1974, come può desumersi dalla tabella n. 2, sia in termini lordi che in termini netti, escludendo cioè le duplicazioni dei depositi interbancari.

Una spinta non indifferente all'espansione in questo periodo è stata determinata dalla pressione della domanda di crediti e in particolare di quelli a medio e lungo termine, che è stata fronteggiata dall'azione consorziata di eurobanche.

L'ammontare di aperture di credito concesse a tale titolo è stato di circa 20 miliardi di dollari, quasi pari al complesso delle erogazioni del 1973 che pure avevano segnato un sensibile incremento rispetto al passato, come può desumersi dalla tabella n. 3.

I totali dell'indebitamento a medio e lungo termine dal 1970 alla metà del '74, calcolati per paese beneficiario, hanno così segnato cospicui incrementi e segnalano le posizioni particolarmente pesanti dell'Italia che figura al primo posto, dell'Inghilterra al secondo posto e della Francia al quarto (tabella n. 4) si tratta dei paesi europei che sono stati più colpiti dalla crisi petrolifera e che maggiormente hanno attinto fondi da tale mercato nel corso dell'ultimo anno.

Lo sviluppo dei crediti a medio e lungo termine concessi dalle eurobanche è valso anche a compensare un'ulteriore notevole riduzione delle emissioni sul mercato degli eurobonds (da 6,5 miliardi di dollari nel 1972 a 4 miliardi del 1973 a 0,9 miliardi nel primo semestre 1974) caratterizzato da ristagno nelle iniziative (35).

Le cause di tale contrazione possono ascriversi secondo l'analisi della Banca dei regolamenti internazionali, all'inflazione, agli alti tassi corrisposti nel mercato monetario e all'in-

---

(34) V. MORGAN GUARANTY TRUST Co.: «World Financial Markets», lug. e ag. 1974. Il numero di settembre, pervenutoci dopo la stesura della presente nota, convalida le nostre previsioni sull'evoluzione del mercato.

(35) Significative al riguardo le indicazioni desumibili dai «Bulletin financier» della Kredietbank del Lussemburgo, particolarmente da quello del 5 luglio 1974 e da quello del 27 settembre che segnala un'ulteriore riduzione delle emissioni nel terzo trimestre 1974.

certezza sui cambi, che rendevano difficile il collocamento di nuovi titoli, dato lo scarso afflusso di fondi disponibili per l'investimento (36).

TABELLA 4

EUROCREDITI A MEDIO E LUNGO TERMINE  
(per paese, in milioni di dollari)

	Cumulati 1970 a metà 1974
Italia . . . . .	9.676
Regno Unito . . . . .	8.200
Stati Uniti . . . . .	5.863
Francia . . . . .	3.101
Messico . . . . .	2.690
Brasile . . . . .	2.244
Spagna . . . . .	1.961
Algeria . . . . .	1.935
Grecia . . . . .	1.476
Iran . . . . .	1.433
Sud Africa . . . . .	1.159
Perù . . . . .	1.141
Iugoslavia . . . . .	1.046
Olanda . . . . .	1.025
Filippine . . . . .	930

Fonte: « World Financial Markets », luglio 1974.

Migliore, in senso relativo, è apparsa la possibilità di emissione di non residenti sul mercato di New York, cui hanno fatto ampio ricorso Canada e Israele.

La cospicua disponibilità di fondi nel mercato dell'euro-credito per il primo semestre dell'anno in corso, è dipesa, come si è visto dagli alti tassi ivi praticati, che unitamente alle preferenze per la liquidità, hanno attirato petrodollari dal medio oriente (37), nonché fondi tesoreggiati dalle compagnie petrolifere in previsione di futuri pagamenti per il petrolio.

Inoltre l'abolizione dei controlli sui movimenti di capitale, decisi all'inizio dell'anno negli Usa, ha alimentato nei primi

(36) V. BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Quarantaquattresima relazione annuale*, cit., p. 195.

(37) Il « Bank of England Quarterly Bulletin » del settembre 1974 alla tabella 23 segnala l'incremento delle passività delle banche inglesi verso i paesi medioorientali produttori di petrolio nel primo semestre 1974, da 1.730 milioni di sterline a 4.258.

mesi un cospicuo flusso di fondi da tale mercato al sistema dell'eurocredito.

6. Il secondo semestre del '74 rivela tuttavia un'intonazione diversa nel mercato dell'eurodollaro di cui è possibile cogliere già talune tendenze.

Non solo lo sviluppo del mercato appare rallentato, ma è persino concepibile una contrazione quando si faccia riferimento alla dimensione lorda di esso, che include i depositi interbancari.

Infatti le recenti crisi di fiducia provocate dal fallimento di alcune banche operanti sul mercato dell'eurodollaro, se non hanno ancora indotto una vera e propria fuga di depositi dal mercato, hanno però provocato spostamento di fondi dalle banche di piccole medie dimensioni a quelle di maggiori grandezze e i depositi interbancari sono stati corrispondentemente ridotti (38).

D'altro lato la destinazione dei petrodollari è pure parzialmente mutata a favore dei mercati monetari nazionali e in particolare di New York e Londra, cosicché i flussi verso il mercato dell'eurodollaro sono andati progressivamente diminuendo.

I paesi esportatori di petrolio, inoltre, mostrano la tendenza a volere concedere prestiti direttamente agli utilizzatori finali o ad organismi internazionali, di modo che nuovi circuiti stanno sostituendo il riciclaggio attraverso il sistema dell'eurodollaro. A questo quadro poco brillante, bisogna aggiungere che le banche operanti sul mercato non considerano favorevolmente un'eccessiva dipendenza della provvista da una sola fonte, come pure temono i rischi della concentrazione degli investimenti in pochi impieghi, come la logica del mercato suggerirebbe (39).

La spinta ad accrescere il grado di intermediazione si è quindi indebolita anche perché lo squilibrio tra la struttura per maturità della provvista, dove prevalgono i depositi liquidi, e quella degli impieghi, caratterizzata invece da massicce richieste per il medio e lungo periodo, è giunto in prossimità del punto di rottura.

---

(38) È anche prevedibile il ritiro di fondi di banche centrali di paesi in via di sviluppo, che avevano depositato parte delle loro riserve sul mercato dell'eurodollaro; per fronteggiare le conseguenze della crisi petrolifera.

(39) V. BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *op. cit.*, pp. 9-10.



Non sono certo da sottovalutare i rischi di insolvenza da parte di taluni utilizzatori, dato il grado di indebitamento raggiunto. Per tutti questi motivi, mentre la seconda ipotesi di Carli (l'intero riciclaggio dei petrodollari si realizzi attraverso il mercato dell'eurodollaro) si rivela chiaramente irrealistica; potrebbe viceversa assumere consistenza la prima alternativa che pone in evidenza i rischi per il sistema di una carenza di liquidità, determinata dagli spostamenti di fondi verso altri mercati.

Di fatto si nota un elevato grado di tensione sul mercato che ha ridotto il ricorso a tale canale per ottenere prestito a medio e lungo termine. I tassi d'interesse, seppure con tendenza riflessiva, si mantengono ai più alti livelli raggiunti e sempre più essenziale appare la creazione di circuiti alternativi, dove il trasferimento dei fondi non sia necessariamente legato ai meccanismi di mercato. Ma proprio l'attuale apparente fragilità del sistema dell'eurocredito potrebbe viceversa essere la manifestazione di un adattamento alle mutate condizioni, che va realizzandosi rapidamente.

Come osservano gli esperti della Morgan, « nella misura in cui i fondi sono ritirati, o i petrodollari scavalcano il mercato dell'eurodollaro, mentre la domanda di crediti rimane sostenuta, i tassi d'interesse sono destinati a crescere relativamente a quelli in essere sui mercati monetari nazionali.

Per esempio i differenziali tra i tassi sugli eurodepositi e quelli sui certificati di deposito di New York sono cresciuti a metà luglio a 125-150 punti base per maturità da 1 a 3 mesi, rispetto a 40-60 punti a metà giugno.

Oltre un certo limite, questa differenza dovrebbe attirare nuovamente fondi sull'euromercato, anche se le attuali incertezze richiederanno differenziali più ampi del consueto per esercitare il loro effetto ».

La preferenza degli investitori per le brevi scadenze potrebbe poi essere modificata riducendo la remunerazione sui depositi liquidi e accrescendo i tassi per le scadenze più lontane.

Parimenti la composizione degli impieghi per maturità delle eurobanche dovrebbe subire una trasformazione, rincarandosi il costo del denaro per il medio e lungo termine. Ciò tra l'altro potrebbe restituire, almeno parzialmente, il suo ruolo tradizionale al mercato degli *eurobonds*.

Attraverso questi adattamenti e con una maggiore selettività e differenziazione negli impieghi e restituendo flessibilità e solidità alla struttura del mercato, il sistema dell'eurocredito dovrebbe superare le attuali difficoltà senza incorrere in una significativa contrazione, anche se non potrà forse evitare un rallentamento nel ritmo di crescita. In ogni caso è prevedibile che il sistema dell'eurocredito avrà in futuro un ruolo meno centrale nel riciclaggio dei petrodollari.

7. La crisi petrolifera agisce dunque sia trasformando i rapporti internazionali, sia modificando i tradizionali circuiti dei capitali e creando nuovi meccanismi di trasferimento dei fondi.

I consueti criteri di aggiustamento di breve periodo delle bilance dei pagamenti appaiono superati dalle dimensioni dei disavanzi, mentre aumenta la consapevolezza che la riduzione e il finanziamento degli squilibri costituiscono i problemi più importanti su cui si va confrontando il sistema monetario internazionale.

La teoria economica non offre più precise indicazioni circa le misure da intraprendere, sia per l'impossibilità di ristabilire rapidamente l'equilibrio delle partite correnti attraverso manipolazione dei cambi o con politiche restrittive, sia per l'insufficienza dei flussi di capitali stimolati dai differenziali dei tassi d'interesse a compensare i disavanzi di parte corrente.

La circolazione dei capitali affidata esclusivamente alle scelte e ai segnali di mercato e decisa in base a criteri di valutazione bancaria potrebbe inoltre rivelarsi destabilizzante in termini di equilibrio dei pagamenti internazionali.

La coscienza che squilibri delle dimensioni attuali, che affliggono contemporaneamente molti paesi, non possono essere risolti individualmente, sollecita interventi coordinati e stimola l'attivazione di circuiti di capitali, regolati da organismi internazionali. Anche i criteri di aggiustamento delle bilance dei pagamenti, per il breve periodo, vanno dunque rivisti in tale quadro. Non a caso il Presidente della Bri affermava recentemente la necessità di determinare «un insieme ragionevolmente coerente di obiettivi per le bilance dei pagamenti dei paesi più importanti» in modo da generare consenso internazionale per la struttura dei cambi che dovrebbe prevalere.

Ai tradizionali criteri di equilibrio delle partite correnti o dell'intera bilancia dei pagamenti, vanno quindi sostituendosi, per il breve periodo, obiettivi differenziati per diversi gruppi di paesi.

Fermo rimane invece il richiamo all'equilibrio delle partite correnti, o ad un moderato *surplus* per i maggiori paesi industriali, in un'ottica di lungo periodo.

Il riciclaggio dei petrodollari interviene come elemento essenziale nell'aggiustamento delle bilance sia in termini quantitativi, sia attraverso le modalità con cui si realizza.

L'attenuazione degli squilibri e le possibilità di crescita equilibrata delle diverse economie nel lungo periodo dipenderanno dunque in misura non indifferente da come tale complessa operazione inciderà e trasformerà il funzionamento del sistema monetario internazionale.