

**BANCA DEI  
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

**TRENTACINQUESIMA RELAZIONE ANNUALE**

**1° APRILE 1964 - 31 MARZO 1965**

**BASILEA**

**14 giugno 1965**

## INDICE

|  | Pagina |
|--|--------|
| <b>Introduzione</b> . . . . .  | 1      |
| <b>Parte I - Tendenze e politiche economiche correnti nel 1964-65</b> . . . . .  | 3      |
| Il dollaro (p. 3); la sterlina (p. 10); sviluppi nei paesi continentali dell'Europa occidentale (p. 17); Europa orientale (p. 25): URSS (p. 26), Cecoslovacchia (p. 26), Polonia (p. 27), Germania orientale (p. 27), Romania (p. 27), Bulgaria (p. 28), Ungheria (p. 28), Jugoslavia (p. 28); il dibattito sul sistema monetario internazionale (p. 29): il processo di aggiustamento (p. 31), la liquidità internazionale (p. 35); problemi dei paesi in via di sviluppo (p. 37).  |        |
| <b>Parte II - Rassegna monetaria ed economica</b> . . . . .  | 43     |
| <b>I. Sviluppi e politiche del credito</b> . . . . .   | 43     |
| Sviluppi comparativi del credito e dei mercati dei capitali (p. 44): evoluzione nella fisionomia del risparmio e degli investimenti (p. 44), mercati dei capitali e saggi d'interesse a lungo termine (p. 48), credito bancario e formazione delle attività liquide (p. 52); politiche creditizie nei singoli paesi (p. 58): Regno Unito (p. 58), Stati Uniti (p. 62), Francia (p. 65), Italia (p. 68), Paesi Bassi (p. 71), Belgio (p. 73), Germania (p. 75), Svizzera (p. 77), Austria (p. 79), Svezia (p. 80), Danimarca (p. 81), Norvegia (p. 82), Finlandia (p. 83), Spagna (p. 84), Canada (p. 85), Giappone (p. 86).  |        |
| <b>II. Scambi e pagamenti internazionali</b> . . . . .   | 88     |
| Bilance dei pagamenti (p. 92): Stati Uniti (p. 92), Canada (p. 96), paesi europei dell'OCSE (p. 97), Regno Unito (p. 100), Italia (p. 105), Germania (p. 107), Francia (p. 110), Paesi Bassi (p. 112), Belgio (p. 114), Austria (p. 114), Svizzera (p. 115), paesi scandinavi (p. 115), Giappone (p. 117); politica commerciale (p. 118).  |        |
| <b>III. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio</b> . . . . .   | 121    |
| Produzione aurifera e situazione sui mercati dell'oro (p. 122); riserve auree e averi in valute (p. 125): riserve auree (p. 125), averi in valute (p. 127); Fondo monetario internazionale (p. 129); posizione di liquidità internazionale degli Stati Uniti (p. 132); riserve monetarie dei paesi dell'Europa occidentale (p. 135): Regno Unito (p. 137), Francia (p. 139), Italia (p. 140), Germania (p. 141), Svizzera (p. 142), altri paesi europei (p. 143); tassi di cambio (p. 143): la sterlina (p. 144), il franco svizzero (p. 146), il marco tedesco (p. 147), altre valute europee (p. 147), il dollaro canadese (p. 147), altri sviluppi valutari (p. 148). |        |

|  | Pagina     |
|--|------------|
| IV. Il mercato delle eurodivise . . . . .  | 150        |
| <p>Variazioni nelle posizioni globali (<i>p. 154</i>); variazioni nei singoli paesi dichiaranti (<i>p. 155</i>); fonti e impieghi degli eurodollari (<i>p. 159</i>); saggi d'interesse (<i>p. 160</i>).</p>  |            |
| V. L'Accordo monetario europeo . . . . .   | 163        |
| <p>Operazioni in base all'Accordo (<i>p. 163</i>); Fondo europeo (<i>p. 163</i>), Sistema multilaterale di regolamenti (<i>p. 166</i>); amministrazione del Fondo europeo e del Sistema multilaterale di regolamenti (<i>p. 166</i>).</p>  |            |
| <b>Parte III - Operazioni della Banca . . . . .</b>  | <b>168</b> |
| <p>Operazioni del Dipartimento bancario (<i>p. 168</i>): <i>composizione delle risorse</i> (<i>p. 169</i>), <i>impieghi delle risorse</i> (<i>p. 172</i>); funzioni della Banca come Fiduciario e Agente per il servizio di prestiti internazionali (<i>p. 176</i>); la Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con l'Alta Autorità della CECA (<i>p. 178</i>); la Banca come Agente dell'OCSE (Accordo monetario europeo) (<i>p. 179</i>); sviluppi della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (<i>p. 180</i>); risultati finanziari (<i>p. 180</i>); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (<i>p. 181</i>).</p> |            |
| <b>Conclusione . . . . .</b>   | <b>183</b> |

\* \* \*

Bilancio al 31 marzo 1965 e Conto profitti e perdite per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1965.

## ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

Pagina

### Parte I - Tendenze e politiche economiche correnti nel 1964-65

|   |    |
|---|----|
| Stati Uniti:  |    |
| Prezzi e salari nell'industria*   | 5  |
| Transazioni internazionali  | 7  |
| Regno Unito: Bilancio pubblico  | 16 |
| Produzione industriale*   | 19 |
| Prodotto nazionale lordo e suoi componenti  | 21 |
| Prezzi e salari   | 23 |
| Paesi a economia pianificata: Reddito nazionale, produzione<br>industriale e produttività | 27 |

### Parte II - Rassegna monetaria ed economica

#### I. Sviluppi e politiche del credito

|  |    |
|--|----|
| Risparmio nazionale e investimenti                                 | 45 |
| Mercato dei capitali: Nuove emissioni                              | 49 |
| Saggi d'interesse*   | 51 |
| Sistema bancario: Situazione monetaria                             | 53 |
| Saggi ufficiali di sconto  | 54 |
| Moneta, quasi moneta e prodotto nazionale lordo*                   | 57 |
| Regno Unito: Risparmio e investimenti                              | 60 |
| Stati Uniti:   |    |
| Risorse del settore delle imprese e loro impiego                   | 63 |
| Eccedenza delle riserve e credito ricevuto dalle banche affiliate* | 64 |

#### II. Scambi e pagamenti internazionali

|   |    |
|---|----|
| Commercio mondiale  | 88 |
| Esportazioni, ripartite per aree*   | 89 |
| Paesi in via di sviluppo: Volume degli scambi, prezzi all'esportazione<br>e ragioni di scambio* | 90 |
| Bilancia dei pagamenti mondiale   | 91 |

|  |     |
|--|-----|
| Stati Uniti:   |     |
| Bilancia delle transazioni regolari . . . . .            | 93  |
| Movimenti di capitali privati . . . . .                  | 95  |
| Canada: Bilancia dei pagamenti . . . . .                 | 97  |
| Paesi europei dell'OCSE: Bilance dei pagamenti . . . . . | 99  |
| Regno Unito:   |     |
| Bilancia dei pagamenti* . . . . .                        | 101 |
| Bilancia dei pagamenti . . . . .                         | 102 |
| Italia: Bilancia dei pagamenti . . . . .                 | 106 |
| Germania: Bilancia dei pagamenti . . . . .               | 108 |
| Francia: Bilancia dei pagamenti . . . . .                | 111 |
| Paesi Bassi: Bilancia dei pagamenti . . . . .            | 113 |
| Giappone: Bilancia dei pagamenti . . . . .               | 118 |

### III. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio

|  |     |
|--|-----|
| Produzione mondiale di oro . . . . .   | 122 |
| Fonti e uso dell'oro (stime) . . . . .   | 123 |
| Prezzo dell'oro sul mercato di Londra* . . . . .                               | 124 |
| Liquidità internazionale . . . . .   | 126 |
| Saldi in dollari . . . . .   | 128 |
| Transazioni valutarie del Fondo . . . . .                                      | 129 |
| Averi del Fondo nelle valute di determinati paesi membri . . . . .             | 130 |
| Finanziamento del saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti | 132 |
| Paesi europei: Posizioni delle riserve . . . . .                               | 136 |
| Regno Unito: Movimenti monetari . . . . .                                      | 138 |
| Italia: Movimenti monetari . . . . .   | 141 |
| Quotazioni della sterlina e del franco svizzero per il dollaro S.U.* . . . . . | 145 |

### IV. Il mercato delle eurodivise

|  |     |
|--|-----|
| Banche commerciali di nove paesi: Passività e attività a breve<br>in alcune valute estere verso non residenti . . . . .  | 152 |
| Banche commerciali di nove paesi: Passività e attività a breve<br>in alcune valute estere verso non residenti, escluse le posizioni verso<br>il paese di emissione della relativa valuta . . . . . | 153 |
| Posizioni in dollari a breve delle banche dichiaranti verso non residenti . . . . .  | 154 |
| Variazioni nelle posizioni in dollari dei paesi dichiaranti verso non residenti . . . . .  | 156 |
| Banche europee dichiaranti: Posizioni in dollari fuori della propria area . . . . .  | 159 |
| Saggi d'interesse a Londra e a Nuova York* . . . . .   | 161 |

### V. L'Accordo monetario europeo

|   |     |
|---|-----|
| Fondo europeo:                          |     |
| Crediti concessi . . . . .              | 164 |
| Utilizzo dei crediti concessi . . . . . | 165 |
| Situazioni dei conti . . . . .          | 167 |

**Parte III - Operazioni della Banca**

|  |     |
|--|-----|
| Totali annuali del bilancio . . . . .                                      | 168 |
| Conti d'ordine . . . . .   | 169 |
| Passivo* . . . . .   | 169 |
| Composizione delle risorse. . . . .  | 170 |
| Origine delle risorse . . . . .  | 171 |
| Natura e termine delle risorse . . . . .                                   | 171 |
| Cassa e investimenti . . . . .   | 172 |
| Posizione in oro . . . . .   | 172 |
| Attivo* . . . . .  | 173 |
| Depositi vincolati e anticipazioni e altri effetti e titoli . . . . .      | 175 |
| Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes) . . . . .                    | 177 |
| Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young). . . . . | 177 |
| Prestito internazionale del Governo austriaco 1930 . . . . .               | 178 |
| Prestiti garantiti dell'Alta Autorità della CECA . . . . .                 | 179 |

# TRENTACINQUESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ANNUALE

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, il 14 giugno 1965.

Signori,

ho l'onore di presentare la Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per il trentacinquesimo esercizio finanziario, iniziato il 1° aprile 1964 e terminato il 31 marzo 1965. I risultati delle operazioni dell'esercizio sono esposti in dettaglio nella Parte III, dove trovasi altresì un'analisi del bilancio al 31 marzo 1965.

I conti del trentacinquesimo esercizio si sono chiusi con un avanzo di 34.519.144 franchi oro contro 27.417.055 franchi oro dell'esercizio finanziario precedente. Dopo aver dedotto 1.500.000 franchi oro trasferiti all'accantonamento per spese straordinarie di amministrazione, nonché aver assegnato 10.500.000 franchi oro all'accantonamento per contingenza, i profitti netti ammontano a 22.519.144 franchi oro contro 17.517.055 franchi oro dell'anno finanziario precedente.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che su questa somma l'Assemblea generale decida di ripartire, come per lo scorso esercizio, un dividendo di 37,50 franchi oro per azione. Il Consiglio di amministrazione propone pure che, come misura straordinaria, si utilizzi un ammontare globale per ridurre il dividendo cumulativo non dichiarato. Tale importo, che è stato fissato in 14.000.000 di franchi oro, rappresenterà una ripartizione straordinaria di 70 franchi oro per azione. Quest'anno, la ripartizione complessiva ammonterà, pertanto, a 107,50 franchi oro, pagabile in franchi svizzeri nella misura di 153,60 franchi svizzeri per azione.

La Parte I della presente Relazione esamina le tendenze e le politiche economiche che, nel 1964 e nei primi mesi del 1965, si sono manifestate in Europa e negli Stati Uniti. Nella Parte II, viene compiuta una rassegna

degli sviluppi verificatisi nei seguenti settori: credito, pagamenti internazionali e riserve, mercati dei cambi e delle eurodivise; è anche illustrato il funzionamento dell'Accordo monetario europeo. La Parte III, oltre a una rassegna delle operazioni, contiene un resoconto delle funzioni svolte dalla Banca per conto dell'Alta Autorità della Comunità europea del carbone e dell'acciaio, nonché quale Fiduciario e Agente fiscale per il servizio di prestiti internazionali. Vi si fa anche cenno alla funzione che la Banca svolge nel promuovere la cooperazione fra banche centrali nonché alle relazioni da essa intrattenute con altre istituzioni internazionali.

## PARTE I

### TENDENZE E POLITICHE ECONOMICHE CORRENTI NEL 1964-65.

Nello scorso anno, la politica economica dei paesi industriali del mondo occidentale ha dovuto affrontare alcuni problemi essenziali: il contenimento delle pressioni inflazionistiche nei paesi continentali, la crisi valutaria nel Regno Unito e il cospicuo incremento delle esportazioni di capitali dagli Stati Uniti. Sotto tutti questi aspetti, la situazione è attualmente migliore di quanto fosse sei mesi orsono, sebbene non si possa dire ancora che le difficoltà siano state del tutto superate. Gli elementi positivi sono costituiti dal fatto che i livelli della produzione e dell'occupazione sono rimasti generalmente alti e che le prospettive a questo proposito sono favorevoli. Nei paesi in via di sviluppo, la migliorata posizione verso l'estero di un anno fa non è stata mantenuta interamente, sicchè sarà opportuno compiere ulteriori sforzi per conseguire un'adeguata espansione senza inflazione. Sembra che le misure adottate dai paesi dell'Europa orientale per rendere meno rigida la pianificazione e stabilire migliori incentivi di mercato per la ripartizione delle risorse siano state coronate da un discreto successo.

#### **Il dollaro.**

Negli Stati Uniti, i recenti sviluppi nell'economia sono stati dominati da tre audaci provvedimenti di politica fiscale e monetaria: l'imposta di conguaglio degli interessi, la riduzione dell'imposizione e il contenimento volontario delle esportazioni di capitali. Destinate ad avviare l'economia verso il duplice obiettivo consistente nel promuovere una adeguata espansione e nel conseguire l'equilibrio nei conti con l'estero, le misure hanno avuto un effetto notevole. L'attività economica non presenta più la stessa fisionomia di prima, caratterizzata da "booms" di breve durata e da recessioni, e la posizione del dollaro si è assai consolidata.

Come si ricorderà, nel 1961, il governo diede l'assoluta priorità alla ripresa dell'economia interna. Lo stimolo alla ripresa venne fornito dall'aumento della spesa pubblica, che provocò un considerevole incremento dell'attività economica. Quando, nel 1962, questo incentivo cominciò a perdere di slancio, il saggio di espansione si ridusse. Le autorità ritennero allora necessario procedere ad un mutamento radicale della struttura del sistema tributario federale, nell'intento di evitare che un bilancio in situazione di avanzo imponesse un freno all'espansione nel settore privato prima che fosse raggiunto il livello della piena occupazione. A questo scopo, nel gennaio 1963 venne presentato un progetto di legge che contemplava una notevole ridu-

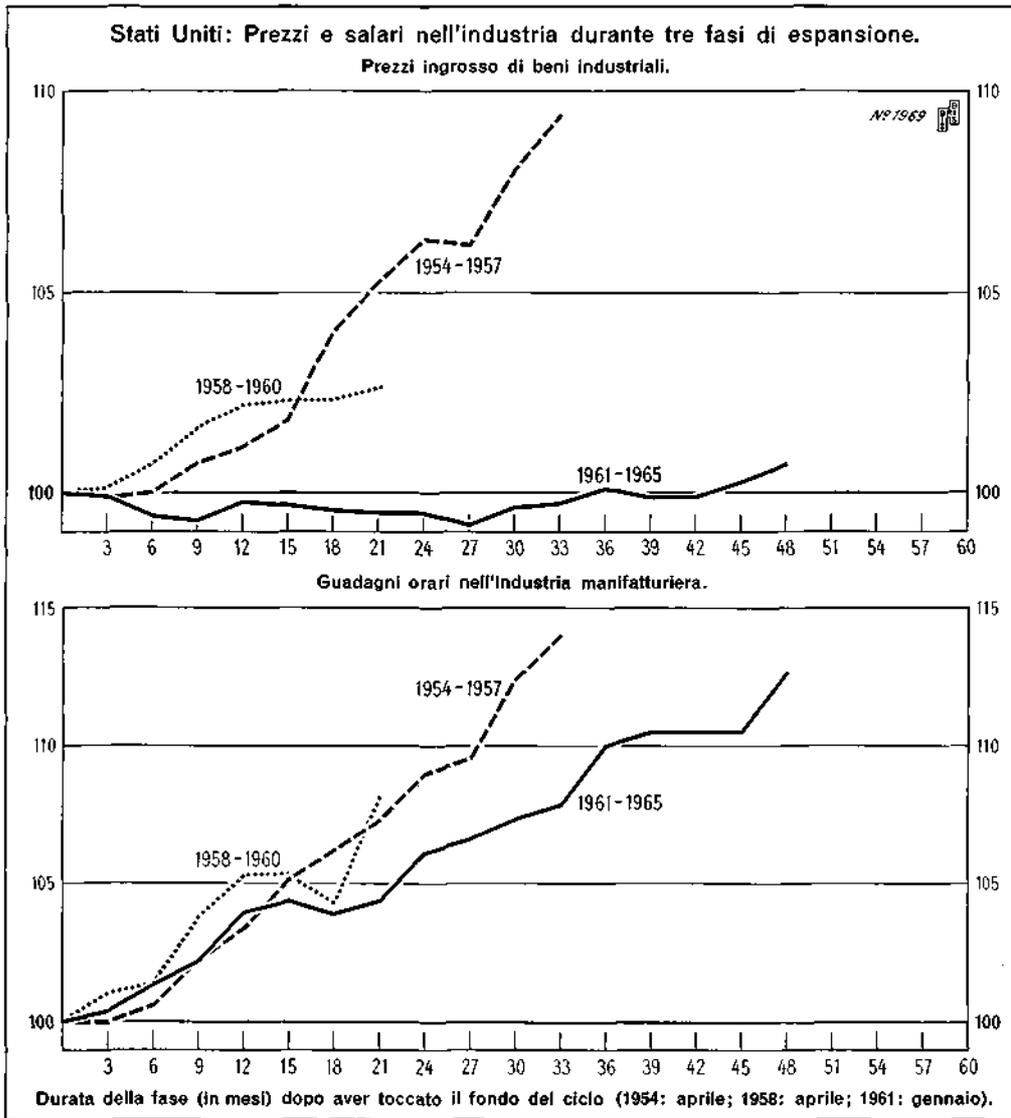
zione delle aliquote tributarie. Sebbene le agevolazioni previste non siano state applicate nello stesso anno, la prospettiva che esse sarebbero entrate in vigore in un prossimo futuro costituì un fattore che accrebbe la fiducia delle imprese e dei consumatori.

Gli alleggerimenti fiscali vennero incorporati nella legge tributaria del febbraio 1964. Essi comportavano sensibili riduzioni nelle aliquote delle imposte sul reddito personale e delle società, fornendo così un considerevole incentivo ai consumi privati e agli investimenti. Una caratteristica di tali misure fu che le nuove aliquote delle imposte sul reddito personale dovevano essere applicate in parte nel 1964 e in parte nel 1965, mentre l'aliquota relativa alla ritenuta su stipendi e salari venne ridotta, per l'intero ammontare, già nel marzo 1964. L'effetto sul reddito disponibile fu, perciò, pieno e immediato. Dalla loro entrata in vigore fino alla fine dell'anno, le agevolazioni fiscali fecero aumentare il reddito disponibile di \$7,7 miliardi, cioè di quasi il 2%, mentre l'incremento della spesa per i consumi, direttamente o indirettamente ad esse collegato, è stato stimato a circa \$9 miliardi. Si sono avute, come conseguenza, un'espansione nel volume delle vendite al minuto che, in dicembre, ha superato dell'8% il livello del dicembre 1963 e un'annata di attività senza precedenti per l'industria automobilistica, nonostante la flessione causata dagli scioperi del quarto trimestre del 1964.

La riduzione delle imposte sulle società, congiuntamente all'incentivo costituito dalla crescente spesa per i consumi, ha inoltre portato ad un forte aumento degli investimenti privati lordi. La maggior parte di questi investimenti è stata effettuata in beni strumentali, il cui importo è cresciuto di due volte rispetto a quello del 1963.

Con lo stimolo di tali fattori, nel 1964 l'espansione dell'attività economica ha assunto un ritmo assai sostenuto. Il prodotto nazionale lordo reale è cresciuto del 4,5% invece del 3%, che in base alle stime era l'incremento prevedibile ove non fossero stati introdotti gli alleggerimenti fiscali. Il livello della disoccupazione è andato costantemente abbassandosi dalla media del 5,7% nel 1963 a circa il 4,7% nei mesi recenti e questo miglioramento è stato conseguito nonostante un cospicuo aumento delle forze lavorative. La ripresa è continuata nel 1965, sebbene si siano incominciati a notare alcuni sintomi di debolezza. Il movimento ascendente del ciclo economico dura ormai, senza interruzione, da quattro anni e mezzo. Con l'eccezione dello sviluppo avutosi in coincidenza col periodo bellico 1938-45, l'attuale fase di espansione è la più lunga registrata nei 110 anni per i quali il "National Bureau of Economic Research" ha esaminato i cicli economici.

L'analisi dell'attuale espansione presenta diverse caratteristiche che ne spiegano la longevità. Anzitutto, la reazione del settore privato è stata bene equilibrata, senza le distorsioni che, nel passato, crearono delle difficoltà. Gli investimenti delle imprese in impianti e attrezzature sono aumentati in misura cospicua per soddisfare le crescenti necessità di capacità produttiva, ma il saggio di sviluppo si è mantenuto, in complesso, costante e non ha presentato l'eccessiva accelerazione che, per esempio, si verificò durante l'espansione del



1955-57. Le industrie che producono beni strumentali hanno potuto pertanto soddisfare agevolmente la crescente domanda, senza che si formassero strozzature e tensioni inflazionistiche. Nell'attuale fase ascendente, anche gli investimenti in scorte, che spesso hanno aggravato, invece che attenuato, le fluttuazioni verificatesi nel complesso dell'attività economica, hanno oscillato con minore ampiezza e si sono manifestati con maggiore tempestività che in altre espansioni postbelliche.

Inoltre, la migliore riprova di un sano progresso economico è data forse dall'andamento dei salari e dei prezzi. I miglioramenti salariali sono stati generalmente contenuti entro i limiti consentiti dalla crescente produttività e i costi del lavoro per unità di prodotto sono, di fatto, lievemente diminuiti. Senza la spinta all'insù indotta dai salari, e con le imprese soddisfatte di

poter assicurarsi elevati profitti in seguito ad un volume più ampio di vendite e ad un'imposizione meno gravosa, i prezzi industriali si sono mantenuti assai stabili.

Sotto tutti questi aspetti, i pericoli di un "boom" di breve durata sono stati, quindi, scongiurati.

Ciò non di meno, la principale caratteristica dell'attuale ripresa è data dalla politica di stabilizzazione, che è stata più energica che in precedenti esperienze americane. Nelle riprese verificatesi nel primo periodo postbellico, il bilancio federale registrava invariabilmente avanzi — talvolta assai cospicui — col progredire dell'espansione; il risultato era che il potere d'acquisto così sottratto al settore privato tendeva a frenare il dinamismo dell'attività economica, a meno che questa evoluzione non fosse annullata da un "boom" negli investimenti privati. Tale tendenza si manifestò nel 1963, quando, nel quarto trimestre, il bilancio federale conseguì un modesto avanzo sulla base dei conti nazionali. Non è possibile dire con precisione cosa sarebbe accaduto se non si fosse proceduto ad alleviare l'imposizione, ma è evidente che, per progredire ulteriormente, l'espansione avrebbe dovuto superare un ostacolo assai serio. Ad ogni modo, le agevolazioni fiscali spezzarono questa barriera e orientarono il bilancio decisamente in favore dell'espansione.

Per sicurezza ancora maggiore, pure la politica monetaria ha dato la priorità alle misure intese a stimolare il progresso economico, nonostante il deflusso senza interruzione di capitali. Il saggio di incremento dei mezzi di pagamento, che in precedenti espansioni incominciava a ridursi sin dalla fase iniziale, è stato mantenuto costantemente ad un livello elevato, con l'eccezione di una contrazione di breve durata nel 1962. Anche le banche hanno sempre potuto disporre di un'abbondante liquidità. Per tutto il periodo, dall'inizio del 1961, il Sistema della Riserva federale ha messo a disposizione del sistema bancario riserve per approssimativamente \$10 miliardi e, nel 1962, riserve addizionali per un importo di \$1 miliardo furono liberate mediante una riduzione delle riserve obbligatorie in rapporto ai depositi vincolati. Circa un quinto di questo incremento delle riserve bancarie è servito a compensare le perdite nelle riserve, dovute all'uscita di oro americano, e circa metà dell'importo globale a controbilanciare la riduzione nelle riserve provocata dalla rapida espansione nella domanda di fondi. Sicchè, circa \$4 miliardi delle riserve messe a disposizione hanno potuto essere utilizzati per sostenere l'incremento del credito bancario.

Contemporaneamente, le autorità hanno perseguito lo scopo di stimolare l'espansione dell'economia in un clima di stabilità di prezzi. Le norme guida fissate per gli incrementi salariali e la pressione esercitata per evitare eventuali aumenti di prezzi che avrebbero potuto dare l'avvio ad una psicosi inflazionistica, hanno contribuito al mantenimento della stabilità dei prezzi. Senza questa stabilità, la politica fiscale e monetaria improntata alle agevolazioni non avrebbe potuto essere continuata.

Perciò, una vivace espansione interna ha costituito lo sfondo sul quale si è dovuto procedere per correggere la persistente debolezza del dollaro. Ciò

significava non soltanto ridurre il saldo passivo della bilancia dei pagamenti, ma anche porre adeguato riparo alla tendenza verso un volume crescente di importazioni provocato dalla sempre più intensa attività all'interno del paese.

Il programma per eliminare il saldo passivo verso l'estero si è limitato per diversi anni alle seguenti misure: a vincolare l'aiuto economico all'estero, al fine di ridurre trasferimenti di dollari; a effettuare economie sulle spese per la difesa all'estero e a far concludere acquisti compensatori di armamenti negli Stati Uniti, soprattutto da parte della Germania; infine, a contenere i costi per salari ed i prezzi, allo scopo di migliorare la capacità competitiva dell'industria nazionale. Sono state inoltre impiegate diverse tecniche per sostenere il livello dei saggi d'interesse a breve, nonostante fosse in atto una politica di facilitazioni monetarie, e ciò con l'intento di scoraggiare il deflusso netto di fondi a breve. Sebbene queste misure abbiano prodotto qualche risultato, nel 1961 e 1962 le variazioni nel saldo passivo della bilancia dei pagamenti furono dominate dall'andamento dei mutamenti nel ciclo. La recessione del 1960 provocò una riduzione del saldo passivo nel 1961, mentre, nel 1962, la ripresa all'interno del paese contribuì al peggioramento della posizione verso l'estero.

Col progredire del 1963, la stabilità dei prezzi negli Stati Uniti e la crescente inflazione in Europa stavano producendo un notevole miglioramento nell'avanzo commerciale americano. Tuttavia, il considerevole divario nei saggi d'interesse e nella disponibilità di capitali a lungo termine fra gli Stati Uniti ed il resto del mondo ebbe per effetto un massiccio deflusso di capitali per investimenti di portafoglio nella prima metà del predetto anno e si rese

Stati Uniti: Transazioni internazionali.

| Voci  | 1960           | 1961           | 1962           | 1963           | 1964           |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| milioni di dollari S.U.   |                |                |                |                |                |
| <b>Transazioni correnti</b>   |                |                |                |                |                |
| Saldo commerciale (escluse le esportazioni finanziate con aiuto economico) . . . . .      | + 2.820        | + 3.200        | + 2.080        | + 2.270        | + 3.740        |
| Spese per il turismo (al netto) . . . . .   | - 870          | - 860          | - 1.020        | - 1.140        | - 1.090        |
| Interessi e dividendi (al netto) . . . . .  | + 2.320        | + 2.960        | + 3.330        | + 3.270        | + 3.860        |
| Spese per la difesa (al netto) . . . . .  | - 2.730        | - 2.560        | - 1.910        | - 1.910        | - 1.820        |
| Altre partite invisibili (al netto) . . . . .   | - 600          | - 550          | - 1.060        | - 970          | - 710          |
| <b>Totale . . . . .</b>   | <b>+ 940</b>   | <b>+ 2.190</b> | <b>+ 1.420</b> | <b>+ 1.520</b> | <b>+ 3.980</b> |
| <b>Transazioni in conto capitali</b>  |                |                |                |                |                |
| Aiuto economico del governo: uscita netta di dollari . . . . .                            | - 1.110        | - 1.140        | - 1.070        | - 890          | - 710          |
| Investimenti diretti (al netto) . . . . .   | - 1.530        | - 1.530        | - 1.520        | - 1.890        | - 2.270        |
| Investimenti di portafoglio a lungo termine (al netto) . . . . .                          | - 370          | - 390          | - 830          | - 770          | - 550          |
| Altre transazioni a lungo termine (compresi i prestiti bancari a medio termine) . . . . . | - 200          | - 260          | - 260          | - 580          | - 1.280        |
| Capitali a breve dichiarati da banche S.U. . . . .  | - 1.000        | - 1.120        | - 330          | - 740          | - 1.530        |
| Altri capitali privati a breve . . . . .  | + 150          | + 830          | - 120          | + 580          | + 1.060        |
| Altre transazioni (inclusi errori e omissioni) . . . . .                                  | - 520          | - 560          | - 210          | + 440          | - 30           |
| <b>Totale . . . . .</b>   | <b>- 4.580</b> | <b>- 4.170</b> | <b>- 4.340</b> | <b>- 3.850</b> | <b>- 5.310</b> |
| <b>Saldo passivo finanziato con transazioni ufficiali</b>                                 | <b>- 3.640</b> | <b>- 1.980</b> | <b>- 2.920</b> | <b>- 2.330</b> | <b>- 1.330</b> |

evidente la necessità di adottare misure più efficaci, se si voleva contenere l'uscita di fondi. Poichè le autorità stavano orientando la politica fiscale e monetaria generale verso obiettivi interni, si rese necessario conseguire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti con metodi non ortodossi.

Questa situazione portò al secondo provvedimento: l'imposta di conguaglio degli interessi, che venne proposta nel luglio 1963. Tale imposta, alla quale sarebbero stati assoggettati gli acquisti di titoli esteri sia di nuova emissione che già emessi, avrebbe fatto aumentare di circa un punto il saggio d'interesse da corrispondere sui fondi a lungo termine ottenuti negli Stati Uniti. Poichè l'imposta avrebbe avuto effetto retroattivo, si ebbe come conseguenza la quasi immediata sospensione delle nuove emissioni estere sul mercato di Nuova York, nonchè degli acquisti netti dei titoli già emessi.

Tuttavia, fatta eccezione per il terzo trimestre del 1963, il conto capitali privati nel suo complesso non rispecchiò il miglioramento registrato in una delle sue voci. Gli investimenti diretti proseguirono con ritmo sostenuto e sia il deflusso di fondi a breve che i crediti a medio termine accordati dalle banche si accrebbero nell'ultimo trimestre del 1963 e continuarono nel 1964, mantenendosi a elevati livelli. Nel primo trimestre del 1964, l'uscita netta di capitali privati superò quella del trimestre corrispondente del 1963 e, nel secondo trimestre, il deflusso fu di poco inferiore all'importo che, nell'anno precedente, aveva indotto le autorità a proporre l'introduzione dell'imposta di conguaglio degli interessi. Per cui, alla metà del 1964, si dovette constatare che l'imposta di conguaglio degli interessi aveva mancato al suo scopo di contenere l'uscita di capitali privati dagli Stati Uniti. A questo punto, l'opportunità di fare ricorso alla politica monetaria per ridurre il deflusso netto di capitali divenne ovvia. Essendo le agevolazioni fiscali ormai in vigore da diversi mesi, lo stimolo all'economia interna fornito dalla politica di bilancio sembrava adeguato alla necessità, sicchè la politica monetaria avrebbe potuto essere impiegata, in più ampia misura, per influire sui movimenti internazionali di capitali.

Nessuna misura venne tuttavia adottata, forse perchè la bilancia dei pagamenti, relativa al primo semestre del 1964, sembrava presentare un andamento favorevole. Durante questo periodo, il saldo passivo delle transazioni regolari fu di \$1,8 miliardi, calcolato su base annuale, cioè superava di poco la metà di quello registrato l'anno precedente. Questo fatto era da attribuire ad un sensibile incremento nell'avanzo del conto beni e servizi, che aveva già fatto la sua comparsa nel quarto trimestre del 1963. Tale miglioramento era, a sua volta, soprattutto il risultato di un maggior volume di esportazioni e dimostrava che la capacità concorrenziale dell'industria americana aveva compiuto notevoli progressi.

Nei primi tre trimestri, l'insuccesso dell'imposta di conguaglio degli interessi nel contenere il deflusso di capitali privati era stato, quindi, compensato dal miglioramento realizzato in altre partite. Nel quarto trimestre si verificò, peraltro, una massiccia uscita di capitali privati. Quando, con l'entrata in vigore dell'imposta di conguaglio degli interessi, risultò che diverse

emissioni (soprattutto canadesi), sospese in attesa di chiarimenti sulla propria situazione, erano esentate dal nuovo tributo, si registrarono cospicui acquisti di nuovi titoli esteri. In ottobre le nuove emissioni furono imponenti, mantenendosi ad un livello elevato per tutto il trimestre, con il risultato che il deflusso di capitali ammontò a \$581 milioni. Più importante fu, tuttavia, l'incremento nei crediti a breve ed a medio termine accordati dalle banche che, nel quarto trimestre, superarono l'importo di \$1 miliardo. Mentre il considerevole deflusso di capitali, dovuto alle nuove emissioni, costituiva un fenomeno temporaneo, i dati relativi ai prestiti concessi dalle banche mettevano chiaramente in evidenza che l'espansione nel credito da esse accordato non sarebbe stata di natura transitoria. Così, nell'anno civile successivo a quello in cui fu annunciato il proposito di introdurre l'imposta di conguaglio degli interessi, il deflusso di capitali privati dagli Stati Uniti balzò da \$4.307 a 6.360 milioni, mostrando tutti i sintomi di dover continuare con ritmo serrato.

Data questa situazione, nel febbraio 1965 il Presidente ha inviato un messaggio al Congresso, enunciando il terzo gruppo di provvedimenti. La principale misura consiste nel limitare volontariamente i prestiti bancari a non residenti. In base alle direttive stabilite, l'incremento nella consistenza dei crediti bancari a non residenti (compresi i crediti commerciali) non avrebbe dovuto superare il 5% rispetto al livello raggiunto alla fine del 1964. Questa restrizione comporta un'uscita netta di fondi bancari di circa \$500 milioni per il 1965 contro un deflusso di quasi \$2,5 miliardi nel 1964.

Le compagnie di assicurazione, i fondi pensione e le società finanziarie sono stati invitati a non concedere crediti in dollari a non residenti o destinati a investimenti all'estero che siano stati già negati dalle banche. E' stato, inoltre, chiesto a questi istituti finanziari di mantenere, per il momento, invariati, al livello di fine 1964, gli investimenti di fondi liquidi all'estero e di ridurli poi gradualmente alla consistenza di fine 1963. Alle società non finanziarie è stato domandato di diminuire i loro averi in attività a breve detenuti in paesi sviluppati e di migliorare del 15-20% il saldo delle altre transazioni valutarie da esse effettuate.

Il messaggio del Presidente al Congresso contiene pure la proposta di prorogare l'imposta di conguaglio degli interessi alla fine del 1967 e di assoggettare ad essa i crediti non bancari con scadenza di almeno un anno concessi a debitori residenti in paesi industriali. In base alla legislazione esistente, l'imposta è stata applicata immediatamente ai prestiti bancari con scadenza superiore ad un anno accordati a debitori residenti in paesi progrediti.

Sembra, pertanto, che ora sia stata posta sotto il controllo o la vigilanza delle autorità una gamma sufficientemente ampia di transazioni in conto capitali che si effettuano all'estero, sicchè i miglioramenti previsti per le singole voci andranno a rispecchiarsi in un andamento più favorevole della bilancia dei pagamenti. Difatti, l'effetto immediato del programma è stato soddisfacente. Con l'aiuto di rapidi prelievi di fondi americani dal mercato dell'eurodollaro, dopo la metà di febbraio si è notata una netta inversione

di tendenza nel movimento di capitali; essa è divenuta più accentuata in marzo, quando, sui mercati dei cambi, il dollaro si è consolidato nei confronti di tutte le valute ed è stato registrato un cospicuo saldo attivo della bilancia dei pagamenti. E' probabile che la posizione del dollaro andrà migliorando ulteriormente nel prossimo futuro, quando gli istituti finanziari e le imprese industriali americani avranno avuto l'opportunità di dare esecuzione al programma di cooperazione.

Le prospettive per l'economia americana sembrano, quindi, favorevoli, tanto per la situazione interna che per quella della bilancia dei pagamenti. Sul piano interno, l'espansione viene continuamente stimolata. Gli investimenti privati presentano un forte movimento ascendente e le previsioni per le spese per investimenti lasciano presagire un incremento superiore a quello dello scorso anno. L'ampio volume costante delle vendite di autoveicoli dimostra che la domanda di fondo, in questo settore, è cresciuta notevolmente rispetto al livello raggiunto verso la fine degli anni cinquanta. Le riduzioni nelle imposte di consumo ed il miglioramento delle prestazioni della sicurezza sociale, che entreranno in vigore in luglio, continueranno a fornire l'incentivo fiscale all'espansione. Sono stati, inoltre, adottati numerosi nuovi programmi sociali nel campo dei servizi sanitari, della scuola e dell'assistenza, che contribuiranno a mantenere attiva la domanda.

Anche sul piano esterno, il vigore dei nuovi provvedimenti promette di dare buoni risultati nei prossimi mesi. Se esistono dubbi circa l'efficacia a più lungo periodo di queste misure, essi derivano da due ordini di considerazioni. In primo luogo, dopo la lunga serie di saldi passivi registrati nella bilancia dei pagamenti, la posizione degli Stati Uniti, per quanto riguarda le sue riserve, ha bisogno di essere consolidata per ristabilire la completa fiducia nel dollaro. Ciò significa non soltanto dover conseguire l'equilibrio nei conti con l'estero, ma anche dover realizzare saldi attivi per un determinato periodo di tempo. In secondo luogo, rimane il fatto che la disciplina volontaria sulle uscite di capitali si troverà a dover competere con i forti incentivi offerti dal persistente divario nella disponibilità di capitali e nei saggi d'interesse rispetto al mondo esterno. A prescindere dalla possibilità che, a lungo andare, prevalgano le forze di mercato, non è opportuno lasciare che le distorsioni implicite nei controlli diretti aumentino, nè far sopportare ai movimenti di capitali il peso maggiore del processo di aggiustamento dei conti con l'estero.

Il problema di assicurare un maggiore equilibrio di fondo alla bilancia dei pagamenti continua pertanto a sussistere.

#### **La sterlina.**

Nel presentare il bilancio orientato all'espansione dell'aprile 1963, che mirava a far cessare il relativo ristagno dell'economia e a promuovere un adeguato saggio di sviluppo, il Cancelliere dello Scacchiere del tempo dichiarò:

”Respingo nel modo più assoluto l’affermazione che un’economia vigorosa ed una forte posizione della sterlina siano incompatibili. Una sana espansione fondata sulla crescente efficienza e sul controllo dei costi costituisce la chiave per il consolidamento della sterlina . . . E’, naturalmente, possibile che, nelle prime fasi di un programma elaborato per stimolare l’espansione, le importazioni cresceranno più rapidamente delle esportazioni . . . Se l’espansione provocherà un movimento di accumulazione nelle scorte . . . sarà ragionevole ed opportuno finanziare il movimento stesso con le nostre riserve o con le facilitazioni creditizie di cui disponiamo nel Fondo monetario internazionale e altrove.”

Nel sottolineare la necessità, per il Regno Unito, di conferire un elevato grado di priorità all’espansione della produzione, l’attuale Primo Ministro disse nel gennaio 1964:

”Se, nei prossimi mesi, sorgeranno difficoltà nella bilancia dei pagamenti dovremo farvi fronte — come il governo ha sempre sostenuto — con le riserve . . . Non dobbiamo aver timore di utilizzarle, nè, in caso di emergenza, di fare ricorso ai nostri diritti di prelievo assai cospicui presso il F.M.I., per non parlare di altre risorse che potranno essere mobilizzate, se sarà necessario.”

Perciò, la concezione alla base delle misure adottate nel 1963 e 1964 ha rispecchiato uno schema economico bipartitico. Il bilancio del 1963 non costituiva soltanto un altro passo avanti nella politica di stabilizzazione, ma dava inizio ad una nuova strategia per realizzare un costante progresso e conferire contemporaneamente una solidità di più lungo periodo alla sterlina. La teoria enunciata affermava che, sebbene, per qualche tempo, un saldo passivo dei conti con l’estero si sarebbe forse reso inevitabile, una continua e vigorosa espansione avrebbe avuto per conseguenza un maggiore incremento del saggio di produttività e che questo fatto, sostenuto da un’efficace politica dei redditi, avrebbe migliorato la capacità competitiva dell’industria britannica sui mercati internazionali, sicchè, ben presto, sarebbe stata assicurata la stabilità finanziaria verso l’estero. Nel frattempo, i prelievi effettuati dalle riserve o dalle facilitazioni creditizie avrebbero, in un certo senso, provveduto i più cospicui capitali di esercizio necessari per il pieno utilizzo del potenziale economico.

Nel 1963, lo stimolo impresso dal bilancio, unitamente ad altre misure adottate precedentemente, provocò effettivamente un sensibile movimento ascendente nella produzione. Nel corso di un anno, il livello del prodotto nazionale lordo reale aumentò di circa il 6%, quello dell’occupazione registrò un incremento di circa l’1% e la disoccupazione si ridusse di circa lo 0,5%. La produzione di autoveicoli crebbe di oltre un terzo e la ripresa delle spese per capitali fissi fu rapida, provocando un ”boom” negli investimenti.

Il previsto deterioramento della bilancia dei pagamenti non tardò a materializzarsi. Nella seconda metà del 1963, le partite correnti, calcolate su base rettificata, presentavano una posizione appena di equilibrio, in contrasto con il primo semestre, nel quale avevano conseguito un avanzo di £100 milioni. Sebbene le esportazioni avessero mostrato una modesta tendenza ascendente, il miglioramento fu annullato dalla vivace espansione nel volume delle importazioni. Dato che questo andamento si protrasse nel primo trimestre del 1964, le partite correnti peggiorarono notevolmente, accumulando un sensibile disavanzo.

Nel primo trimestre del 1964, anche la tendenza al surriscaldamento dell'economia andò accentuandosi. L'espansione dell'attività economica procedette con ritmo sostenuto e la disoccupazione scese notevolmente al di sotto del 2%. Per il resto dell'anno era previsto un continuo progresso dell'attività ed un cospicuo disavanzo soltanto nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. In considerazione di questo stato di cose, il bilancio di aprile fu improntato ad un certo contenimento, dopo che, al principio dell'anno, il saggio ufficiale di sconto era stato portato dal 4 al 5%. L'intenzione non era di abbandonare l'esperimento inteso a conseguire un progresso sostenuto, ma di limitare l'espansione al potenziale di reale sviluppo a più lungo periodo e di contenere così anche il saldo passivo verso l'estero.

Per diversi mesi, alcuni indicatori dell'attività economica sembrarono, effettivamente, aver perduto di slancio. La disoccupazione continuò, tuttavia, a ridursi e, nel secondo e terzo trimestre, le importazioni si mantennero cospicue, mentre le esportazioni declinarono. Fino alla fine di agosto 1964, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti non causò, peraltro, alcuna perdita importante nelle riserve ufficiali. Si registrò invece un incremento nelle passività in sterline ed un massiccio spostamento dai fondi in euro-divise a quelli in sterline, ciò che pure contribuì a finanziare il saldo passivo verso l'estero.

In agosto venne rinnovato il credito concesso su base "stand-by" dal F.M.I. per l'importo di \$1 miliardo. Ma, essendo state indette le elezioni generali per l'ottobre successivo, si trascurò l'occasione per apportare mutamenti alla politica economica, sebbene fosse necessario tener conto delle difficoltà che avrebbero potuto sorgere sul mercato dei cambi. Persino la politica monetaria continuò a seguire criteri di una certa larghezza, nonostante un cospicuo incremento non stagionale nelle anticipazioni bancarie dovuto al crescente volume degli investimenti.

Quando, dopo le elezioni, il nuovo governo assunse il potere, esso si trovò a dover affrontare la sgradevole situazione creata dall'andamento sfavorevole della bilancia dei pagamenti; per il 1964, il disavanzo globale sarebbe certamente ammontato a £700-800 milioni, distribuito all'incirca in parti uguali fra partite correnti e conto capitali a lungo termine. Sebbene un certo disavanzo fosse previsto in seguito al nuovo orientamento della politica economica, un saldo passivo di così notevoli propor-

zioni passava chiaramente il segno, essendo assai superiore all'importo che poteva essere attribuito al fabbisogno di capitali d'esercizio. Occorreva agire e ci si decise per un'azione che riducesse direttamente il disavanzo nei conti con l'estero mediante l'applicazione di un sistema di dazi temporanei del 15% sulle importazioni di manufatti, accompagnata da un alleggerimento delle imposte indirette sulle merci prodotte per l'esportazione. Si riteneva che, in un anno, i dazi addizionali avrebbero fatto diminuire le importazioni di circa £250 milioni. Furono, inoltre, introdotte nuove imposte per assorbire il potere d'acquisto che avrebbe potuto avviarsi verso beni di produzione nazionale in seguito al minore approvvigionamento di merci importate. Sebbene il bilancio di novembre proponesse diverse riforme fiscali, nonchè maggiori spese per scopi sociali, la cui copertura sarebbe stata fornita da adeguati incrementi delle aliquote tributarie, esso non mirava ad un generale contenimento dell'espansione economica.

Nel Libro bianco sulla situazione economica si affermava:

"A prescindere da problemi speciali attinenti a singole aree e ad un numero limitato di industrie, le risorse non sono sottoposte a pressioni eccessive che richiedano misure d'intervento. Il governo respinge inoltre qualsiasi politica basata sul ritorno ad un sistema economico alternativamente di espansione e di contenimento."

Uno sforzo combinato per migliorare l'efficienza del sistema economico ed un'azione decisa nel settore della politica dei redditi avrebbero dovuto essere gli strumenti a più lungo periodo impiegati per ristabilire l'equilibrio nei conti con l'estero senza interrompere una costante espansione.

Nel frattempo, dall'inizio dell'estate erano stati notati crescenti sintomi di disagio sui mercati dei cambi. Con l'approssimarsi delle elezioni si verificarono deflussi di fondi da Londra; era indispensabile, inoltre, finanziare il saldo passivo della bilancia dei pagamenti. Le riserve ufficiali registrarono una prima riduzione in giugno e, in settembre, la Banca d'Inghilterra ottenne crediti per \$1 miliardo, a titolo di assistenza, da altre banche centrali, al fine di poter sostenere il mercato quando se ne fosse presentata la necessità. Questi crediti furono liquidati in dicembre con l'aiuto di un prelievo dal credito, su base "stand-by", accordato dal F.M.I. Tuttavia, anche dopo le elezioni, il mercato sembrava, in linea generale, essere in attesa degli sviluppi. Quando fu resa nota l'entità del saldo passivo dei conti con l'estero e il programma governativo divenne oggetto di polemiche, la pressione sulla sterlina si intensificò, sebbene la situazione fosse ancora sotto controllo. Tuttavia, quando ci si accorse che il programma non sarebbe stato sostenuto da una politica monetaria più rigorosa, si verificò un'imponente fuga dalla sterlina. Difatti, il mercato giudicò troppo rischiosa la teoria dell'eliminazione a più lungo periodo del saldo passivo dei conti con l'estero e cercò protezione a breve scadenza. Per contenere il movimento, il 23 novembre, il saggio ufficiale di sconto venne portato al 7% e, due giorni dopo, la Banca d'Inghilterra ricevette da banche centrali e BRI fondi assai cospicui, a titolo di assistenza, allo scopo

di mostrare che disponeva di ampie risorse per mantenere la parità di cambio della sterlina.

A prescindere dai possibili timori nutriti, nei due anni precedenti, circa la strategia di fondo della politica economica, per giudicare la situazione occorreva tener presenti due problemi essenziali: il primo riguardava l'eccessiva domanda globale e, il secondo, il "boom" degli investimenti.

Nel quarto trimestre del 1964, la disoccupazione era scesa all'1,5%. Questo fatto suggeriva già di per sé l'eccessiva pressione cui venivano sottoposte le risorse, perchè l'esperienza dimostra che praticamente il livello del pieno impiego può considerarsi raggiunto quando la disoccupazione ammonta a circa l'1,8-2% delle forze di lavoro. Sebbene un graduale spostamento della mano d'opera avrebbe consentito di ridurre ulteriormente tale aliquota senza esercitare pressioni sul mercato del lavoro, nella fattispecie la disoccupazione si era ridotta troppo rapidamente perchè potessero aver luogo notevoli movimenti di forze lavorative da aree depresse. La media dell'1,5% per l'intero paese significava pertanto che la zona di Londra, i Midlands e l'Inghilterra meridionale soffrivano di una notevole scarsità di mano d'opera.

A parte ciò, il sensibile deterioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti poneva in rilievo l'esistenza di una domanda globale eccessiva che, in un'economia aperta, traboccherà sempre sulle importazioni quando aumenti la pressione cui vengono assoggettate le risorse interne. Nel 1964, le importazioni del Regno Unito superarono del 15% il livello dell'anno precedente. Ma, mentre le importazioni di generi alimentari, combustibili e prodotti base registrarono un incremento dell'8%, quelle di prodotti semilavorati e finiti salirono del 28%. L'espansione delle esportazioni fu invece del 4,2% e quelle dell'industria meccanica aumentarono soltanto dell'1,7%. La rapidità dell'espansione inflù quindi anche in modo sensibile sullo sviluppo del commercio estero.

L'incremento delle importazioni di manufatti, nonchè il rallentamento delle esportazioni, può essere spiegato, in parte, dalla minore competitività dei costi e dei prezzi dell'industria britannica nei confronti di quella di altri paesi. Tuttavia, il pieno utilizzo della capacità produttiva e delle forze lavorative nel Regno Unito significava che non esisteva un margine di risorse capace di fornire il maggior volume di merci necessario per colmare il disavanzo nei pagamenti. Il più elevato livello di produzione richiesto per sostituire le esportazioni o le importazioni avrebbe reso indispensabile ridurre la disoccupazione a, poniamo, l'1%. Non era, ovviamente, possibile conseguire un simile grado di più che piena occupazione, perchè nelle aree del paese in cui si avrebbe avuto bisogno di forze lavorative, esse non erano disponibili. Affermare che questa situazione avrebbe potuto essere affrontata con successo con misure di più lungo periodo, dirette ad aumentare la produttività, non vuol dire negare l'esistenza di una domanda eccessiva. Questa opinione risultava implicita nel bilancio di novembre, che mirava ad eliminare qualsiasi incremento nella domanda sul mercato interno che fosse la conseguenza del minor volume di importazioni.

Per comprendere la situazione dal punto di vista delle misure da adottare occorre inoltre ammettere che la domanda eccessiva era direttamente collegata con il "boom" degli investimenti, alimentato tanto dalle industrie nazionalizzate che dall'industria manifatturiera privata. Dal 1963 al 1964, gli investimenti fissi erano cresciuti, in termini reali, del 16% e, soprattutto, l'industria meccanica lavorava a piena capacità. Ciò nonostante, le ordinazioni da soddisfare provenienti dall'interno e dall'estero erano numerose e continuavano a crescere regolarmente. La limitatezza della produzione di beni d'investimento era da attribuire anche alla crescente produzione di autoveicoli che, in condizioni di "boom", è una vorace consumatrice di uomini e materiali. La domanda per investimenti interni rappresentava, inoltre, un fattore importantissimo nel saldo passivo dei conti con l'estero, avendo indotto un sensibile incremento delle importazioni di beni strumentali e mantenuto basso il livello delle loro esportazioni. Si ritenne, tuttavia, essenziale evitare l'adozione di misure che avrebbero smorzato il "boom" negli investimenti, dato che, a lungo periodo, l'espansione di essi avrebbe dovuto costituire la leva per conseguire una maggiore efficienza.

Senza il proposito deliberato, da parte delle autorità, di ridurre la domanda eccessiva o il "boom" negli investimenti, il mercato dei cambi trovò evidentemente difficile rendersi conto come sarebbe stato possibile migliorare sufficientemente la posizione della bilancia dei pagamenti per assicurare, in tempo, la stabilità della sterlina. Dopo la massiccia assistenza fornita dalle banche centrali, le vendite a pronti della sterlina cessarono, sebbene, nei mesi successivi, essa abbia continuato sporadicamente a subire pressioni, sicchè, per sostenerla, si dovette fare ampio ricorso al mercato a termine. Ma fu evidente che, nell'aprile 1965, occorre un bilancio vigoroso per poter sperare nel ritorno della fiducia.

Era chiaro che la situazione era ormai andata oltre il limite di quella prevista dalla nuova teoria della solida posizione verso l'estero conseguita attraverso l'espansione. L'elemento chiave di questa concezione era costituito dall'aumento della capacità competitiva. In gennaio, il governo si era assicurato l'accordo dei sindacati e dei datori di lavoro dell'industria per l'introduzione di una politica dei redditi, ma era dubbio che essa potesse operare con efficacia in presenza di una domanda eccessiva. Dall'ottobre 1963 all'ottobre 1964, i saggi dei salari orari erano cresciuti con una rapidità che superava di due volte quella dell'anno precedente e, a causa della corsa agli aumenti, la media dei guadagni orari (anche escludendo la remunerazione delle ore supplementari) aveva compiuto un balzo di oltre l'8%. Date queste circostanze, non era possibile attendersi un notevole miglioramento della capacità concorrenziale. Inoltre, mentre una domanda sostenuta e beni strumentali sono entrambi fattori indispensabili per accrescere la produttività, era improbabile che una cospicua massa di risorse si sarebbe avviata verso le industrie che lavorano per l'esportazione, se una domanda in eccesso e un elevato livello di investimenti interni non avessero offerto un forte incentivo a effettuare lo spostamento.

Taluni nutrivano la convinzione che l'incremento delle aliquote tributarie, introdotto nel bilancio d'autunno, e il saggio ufficiale di sconto del 7% avrebbero potuto smorzare l'espansione dell'attività economica e dare l'avvio ad un movimento di riduzione della domanda in eccesso. La produzione continuò, tuttavia, ad aumentare fino al momento in cui venne pubblicato il bilancio e la disoccupazione subì un'ulteriore contrazione. Le previsioni circa i progetti di investimenti aziendali non presentavano, inoltre, alcun rallentamento dell'espansione nelle spese programmate. Si registrò, peraltro, qualche miglioramento nella bilancia commerciale. Nel primo trimestre del corrente anno, le importazioni, sulle quali influì lo sciopero dei lavoratori del porto di Nuova York, nonchè l'applicazione del dazio addizionale del 15%, scesero del 4% al disotto del livello relativo al quarto trimestre del 1964. Contemporaneamente, le esportazioni crebbero dell'1,5%. Il disavanzo commerciale scese, di conseguenza, a £186 milioni contro £266 milioni nel trimestre precedente e £272 milioni nel primo trimestre del 1964. Sebbene i risultati fossero incoraggianti, era tuttavia evidente che occorreva continuare negli sforzi per migliorare la posizione verso l'estero.

Dal discorso del bilancio, pronunciato nell'aprile 1965, si rileva un mutamento nella scelta delle misure. Vi si annunciano l'introduzione di nuove imposte di consumo, allo scopo di contenere questa fonte di domanda, e l'annullamento di un impegno nel bilancio della difesa, realizzando così una cospicua riduzione nella spesa pubblica. Ma, dato che il totale delle spese ordinarie crescerà sensibilmente, si prevede che l'incremento nell'avanzo delle partite "in bilancio" ammonterà soltanto a £100 milioni e che, nel

Regno Unito: Bilancio pubblico.

| Voci   | Anno finanziario |         |                                 |                       |
|--|------------------|---------|---------------------------------|-----------------------|
|  | 1963-64          | 1964-65 | 1965-66                         |                       |
|  | Rendiconto       |         | Stime<br>prima<br>le variazioni | dopo<br>le variazioni |
| milioni di sterline                                  |                  |         |                                 |                       |
| Entrate ordinarie                                    |                  |         |                                 |                       |
| Imposte dirette e indirette . . . . .                | 6.649            | 7.431   | 8.035                           | 8.199                 |
| Altre entrate . . . . .                              | 638              | 726     | 627                             | 627                   |
| Totale entrate . . . . .                             | 7.287            | 8.157   | 8.662                           | 9.026                 |
| Spese ordinarie                                      |                  |         |                                 |                       |
| Servizi di approvvigionamento . . . . .              | 6.000            | 6.480   | 7.134                           | 7.134                 |
| Servizi permanenti del debito consolidato . . . . .  | 1.196            | 1.233   | 1.348                           | 1.348                 |
| Totale spese . . . . .                               | 7.196            | 7.713   | 8.482                           | 8.482                 |
| Avanzo o disavanzo (—) . . . . .                     | 91               | 444     | 380                             | 544                   |
| Prestiti del debito consolidato (al netto) . . . . . | — 527            | — 830   | — 1.228                         | — 1.268*              |
| Disavanzo generale (—) . . . . .                     | — 436            | — 386   | — 848                           | — 724                 |

\* Di questo importo, £130 milioni possono essere attribuiti al maggior ricorso da parte delle autorità locali al "Public Works Loan Board".

corrente anno finanziario, il disavanzo generale presenterà un cospicuo aumento rispetto al risultato dell'esercizio finanziario 1964-65. Per consentire l'eliminazione della domanda in eccesso, pertanto, il bilancio comporta implicitamente uno spostamento nell'utilizzo di risorse produttive dal settore privato a quello pubblico e un'espansione della domanda globale meno rapida di quella del potenziale produttivo dell'economia.

Allo scopo di contribuire alla soluzione del problema rappresentato dalla bilancia dei pagamenti, sono state adottate misure per incominciare a ridurre di £100 milioni il disavanzo netto del conto capitali a lungo termine; questi provvedimenti sono stati presi in aggiunta ad una probabile riduzione che si verificherà nelle esportazioni di capitali per altre ragioni.

Ma più importante di tutto è, forse, il fatto, sottolineato nel bilancio e in altre dichiarazioni ufficiali, che si procederà all'adozione di nuove misure, qualora, per ristabilire l'equilibrio nei conti con l'estero, se ne presentasse la necessità. A sostegno di questa presa di posizione, alla fine di aprile la Banca d'Inghilterra ha invitato le banche a costituire depositi speciali presso l'istituto di emissione e il governatore ha proposto che nel corrente anno finanziario le banche affiliate alla stanza di compensazione limitino l'espansione delle loro anticipazioni al 5%, esortando gli altri istituti di credito a fare altrettanto. All'inizio di giugno il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto al 6% e contemporaneamente è stato aumentato l'acconto minimo iniziale da versare per gli acquisti rateali. E' stato inoltre chiarito che sono disponibili cospicue risorse e che, se del caso, verranno utilizzate per mantenere la stabilità del cambio; si è poi eseguito un ulteriore notevole prelievo dal F.M.I., che è stato parzialmente impiegato per rimborsare i crediti accordati dalle banche centrali. L'effetto immediato di queste assicurazioni è stato di consolidare la posizione della sterlina sul mercato e, difatti, fino a questo momento del 1965 i conti con l'estero hanno presentato un andamento più favorevole rispetto a dodici mesi orsono. Non si ritiene, tuttavia, che sarà possibile conseguire l'eliminazione del saldo passivo della bilancia dei pagamenti prima dell'anno prossimo molto inoltrato ed è difficile fare previsioni con tanto anticipo sui futuri sviluppi.

#### **Sviluppi nei paesi continentali dell'Europa occidentale.**

Durante lo scorso anno, la situazione economica nell'Europa occidentale è stata, in ampia misura, influenzata dal fatto che generalmente le autorità hanno improntato la loro azione al contenimento dell'inflazione. Come risultato, nella maggior parte dei paesi si è avuta una specie di battuta d'arresto, o almeno un rallentamento dell'espansione economica. Contemporaneamente, le pressioni inflazionistiche si sono notevolmente attenuate, sebbene non si possa dire che siano state del tutto imbrigliate.

All'inizio del 1963, Italia e Francia presentavano i sintomi più accentuati di inflazione, ma essi erano chiaramente visibili anche in altri paesi.

Poichè l'interdipendenza delle economie aperte è assai stretta, nel corso dell'anno le tensioni si diffusero con relativa rapidità e, all'inizio del 1964, la domanda era dovunque surriscaldata. Gli aumenti di prezzi e salari furono, in genere, cospicui, sebbene Italia e Paesi Bassi fossero gli unici paesi a registrare un saldo passivo nella rispettiva bilancia dei pagamenti. Dato questo stato di cose, le autorità si orientarono verso un'azione intesa a correggere la situazione. Negli ultimi mesi del 1963 vennero introdotte misure per frenare la domanda globale, soprattutto sotto forma di restrizioni monetarie e creditizie, mentre in Francia e Italia si pose mano a programmi di più vasto respiro.

Nello scorso anno, l'azione della autorità è stata soprattutto rivolta ad accentuare le misure di contenimento precedentemente emanate. Come prima, la politica creditizia ha svolto la funzione più importante nel processo di stabilizzazione. I saggi d'interesse hanno manifestato la tendenza ad aumentare in tutto il Continente e, in molti paesi, questo movimento è stato accompagnato da incrementi nei saggi ufficiali di sconto. In aggiunta alle misure restrittive adottate nel settore monetario, numerosi paesi hanno ridimensionato i programmi di investimenti pubblici e alcuni hanno istituito controlli diretti sui movimenti dei prezzi. Soltanto in alcuni paesi si è proceduto all'aumento delle aliquote tributarie e, nell'aprile 1964, la CEE ha riconosciuto nelle sue direttive che non è possibile conseguire la stabilizzazione senza il contributo della politica fiscale; i singoli paesi non si sono, tuttavia, serviti in modo adeguato di questa possibilità.

Nello scorso anno, la pressione cui è stata assoggettata la capacità produttiva, in un clima di restrizioni ufficiali, ha mutato notevolmente la composizione della domanda di risorse reali. La domanda per consumi proveniente sia dal settore privato sia da quello pubblico è cresciuta meno rapidamente che nel 1963, quando rappresentò uno dei fattori principali dell'espansione. Nella maggioranza dei paesi, soprattutto in Germania e Italia, la domanda di risorse da parte del settore pubblico è aumentata meno che nel 1963. Tuttavia, in alcuni paesi e, precisamente, in Austria, Danimarca, Norvegia e Svizzera, i consumi pubblici sono cresciuti in misura lievemente superiore. Anche i consumi privati hanno generalmente subito nello scorso anno un incremento inferiore a quello registrato nel 1963, con l'eccezione di Belgio, Danimarca e Germania; per quanto riguarda l'Italia, la flessione del saggio di espansione è stata assai sensibile. D'altro canto, il pieno utilizzo della capacità produttiva ha fornito l'incentivo, e le più favorevoli condizioni atmosferiche la possibilità, per una cospicua espansione delle spese per investimenti. Eccezion fatta per Italia e Norvegia, nello scorso anno gli investimenti fissi lordi interni sono cresciuti più che nel 1963 e il loro saggio di sviluppo ha continuato a superare quello del prodotto nazionale lordo reale. In alcuni paesi, soprattutto Paesi Bassi, Danimarca, Belgio e Francia, il cospicuo incremento è stato accompagnato da una considerevole espansione nell'edilizia di tipo residenziale. Tutti i paesi, con l'eccezione di Italia e Norvegia, hanno effettuato investimenti più cospicui in impianti e attrezzature rispetto all'anno precedente.



I livelli di attività generalmente elevati, indotti particolarmente da un'ampia espansione dell'edilizia di tipo residenziale e dell'agricoltura, hanno provocato incrementi da un anno all'altro maggiori nel prodotto nazionale lordo reale. Questo andamento ha, peraltro, rispecchiato soprattutto il mantenimento dei livelli raggiunti grazie ai forti incrementi registrati nel corso dell'anno precedente, piuttosto che un movimento dinamico durante il 1964. Con il progredire dell'anno, gli effetti delle restrizioni sullo sviluppo della domanda sono diventati sempre più evidenti. Per esempio, all'inizio dell'anno la produzione industriale si è andata stabilizzando nei paesi continentali dell'OCSE e non ha compiuto alcun progresso fino al quarto trimestre. Questo rallentamento nella produzione industriale è stato meno accentuato della battuta d'arresto che si verificò durante la recessione del 1958. La flessione dell'attività industriale durò allora tredici mesi, mentre lo scorso anno i sintomi di ripresa sono comparsi dopo nove mesi. E, come nel 1958, la situazione determinatasi l'anno scorso è da attribuire soprattutto agli sforzi compiuti dalle autorità per contenere la domanda in eccesso.

La produzione industriale che ha risentito in maggior misura gli effetti sfavorevoli delle misure di stabilizzazione è quella di Italia e Francia, dove esse erano state applicate con il più grande vigore. In altri paesi, la produzione ha generalmente perduto di slancio, in seguito sia alle restrizioni interne sia al fatto che l'impulso della domanda derivante dalle esportazioni ha manifestato la tendenza a ridursi a causa dei provvedimenti introdotti dai principali paesi che partecipano agli scambi. L'incidenza del rallentamento sull'attività industriale e il momento in cui esso ha avuto inizio sono stati assai diversi nei singoli paesi. Gli effetti delle restrizioni sulla produzione si sono manifestati per primi in Italia, dove essa prese a rallentare nel quarto trimestre del 1963 e cominciò a diminuire alla fine dell'anno; la produzione ha continuato a declinare nel 1964 fino a settembre, quando ha assunto di nuovo un movimento ascendente. In Francia, la produzione ha cessato di crescere nel primo trimestre del 1964, si è aggirata sullo stesso livello per il resto dell'anno e nel gennaio 1965 era inferiore a quella dell'anno precedente; in marzo e aprile si sono incominciati a notare sintomi di ripresa. In Belgio, il ritmo della produzione è diventato meno intenso nel secondo trimestre ed è rimasto praticamente stabile fino alla fine del 1964, mentre in Svezia la produzione è aumentata ulteriormente, sebbene meno rapidamente che nel 1963. In Germania e nei Paesi Bassi, l'attività industriale ha invece continuato a espandersi intensamente.

Benchè le misure restrittive abbiano provocato una battuta d'arresto nel progresso dell'attività industriale, esse hanno avuto un esito abbastanza soddisfacente per quanto riguarda la minaccia costituita dalla domanda eccessiva, attenuando la pressione alla quale erano sottoposti prezzi e salari. Nello scorso anno, la tendenza ascendente di prezzi e salari si è, pertanto, affievolita. I progressi verso il contenimento degli aumenti dei prezzi sono stati compiuti nonostante che i prezzi a mercato internazionale fossero più elevati per alcune materie prime fondamentali che l'Europa occidentale importa in grandi quantità.

**Variazioni nel prodotto nazionale lordo e nei suoi componenti  
a prezzi costanti.**

| Paesi                            | Anni | Fonti di domanda |          |                                  |                         |            |                                | Risorse                        |                          |
|----------------------------------|------|------------------|----------|----------------------------------|-------------------------|------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------|
|                                  |      | Consumi          |          | Investimenti fissi lordi interni |                         |            | Esportazioni di beni e servizi | Importazioni di beni e servizi | Prodotto nazionale lordo |
|                                  |      | Privati          | Pubblici | Totale                           | di cui in               |            |                                |                                |                          |
|                                  |      |                  |          |                                  | impianti e attrezzature | abitazioni |                                |                                |                          |
| percentuali                      |      |                  |          |                                  |                         |            |                                |                                |                          |
| Austria . . . . .                | 1962 | 5,3              | 1,9      | - 0,9                            | - 1,5                   | 2,0        | 8,1                            | 5,0                            | 1,6                      |
|                                  | 1963 | 5,0              | 5,6      | 2,4                              | 2,1                     | 3,4        | 8,9                            | 9,8                            | 4,4                      |
|                                  | 1964 | 3,6              | 6,0      | 9,1                              | 8,0                     | 10,5       | 7,9                            | 9,2                            | 6,0                      |
| Belgio . . . . .                 | 1962 | 4,2              | 5,2      | 3,8                              | 8,4                     | - 9,5      | 9,2                            | 8,0                            | 4,3                      |
|                                  | 1963 | 4,6              | 6,7      | 1,6                              | 4,6                     | - 8,3      | 7,9                            | 9,2                            | 3,6                      |
|                                  | 1964 | 5,0              | 2,5      | 10,5                             | 8,5                     | 17,5       | 10,0                           | 11,0                           | 5,5                      |
| Danimarca <sup>1</sup> . . . . . | 1962 | 6,8              | 12,1     | 8,3                              | 8,3                     | 8,0        | 5,4                            | 14,0                           | 5,5                      |
|                                  | 1963 | 0,4              | 4,6      | - 2,2                            | - 1,8                   | - 4,1      | 10,4                           | - 1,3                          | 1,9                      |
|                                  | 1964 | 6,0              | 5,0      | 16,1                             | 14,4                    | 25,0       | 7,9                            | 18,4                           | 6,7                      |
| Francia . . . . .                | 1962 | 6,9              | 4,3      | 7,8                              | 8,4                     | 6,1        | 3,1                            | 8,6                            | 6,6                      |
|                                  | 1963 | 6,6              | 2,7      | 6,8                              | 5,9                     | 9,6        | 8,6                            | 12,9                           | 5,1                      |
|                                  | 1964 | 4,3              | 2,8      | 8,4                              | 6,0                     | 15,8       | 7,5                            | 11,8                           | 5,4                      |
| Germania . . . . .               | 1962 | 6,0              | 12,1     | 5,8                              | 6,6                     | 1,9        | 4,3                            | 11,4                           | 4,1                      |
|                                  | 1963 | 2,8              | 8,0      | 2,2                              | 2,3                     | 1,5        | 9,6                            | 8,3                            | 3,2                      |
|                                  | 1964 | 5,3              | 0,1      | 11,0                             | 10,8                    | 11,8       | 10,1                           | 11,3                           | 6,5                      |
| Italia . . . . .                 | 1962 | 7,4              | 4,3      | 8,8                              | 6,7                     | 15,3       | 10,7                           | 15,1                           | 6,3                      |
|                                  | 1963 | 9,7              | 7,7      | 7,4                              | 5,8                     | 12,3       | 6,7                            | 21,8                           | 5,2                      |
|                                  | 1964 | 2,4              | 3,9      | - 9,2                            | - 14,8                  | 5,0        | 10,9                           | - 5,9                          | 2,7                      |
| Norvegia <sup>1</sup> . . . . .  | 1962 | 3,7              | 5,4      | 5,5                              | 6,5                     | - 0,1      | 5,9                            | 6,1                            | 3,0                      |
|                                  | 1963 | 4,1              | 4,3      | 8,1                              | 9,4                     | 0,4        | 10,4                           | 9,0                            | 5,3                      |
|                                  | 1964 | 3,6              | 5,1      | 2,9                              | 3,3                     | 0,7        | 9,8                            | 7,0                            | 6,3                      |
| Paesi Bassi . . . . .            | 1962 | 4,9              | 6,7      | 3,1                              | 4,8                     | - 5,5      | 6,3                            | 7,5                            | 2,6                      |
|                                  | 1963 | 7,1              | 2,8      | 3,9                              | 3,4                     | 6,4        | 6,4                            | 9,6                            | 3,6                      |
|                                  | 1964 | 6,0              | 0,1      | 15,0                             | 12,7                    | 26,9       | 11,0                           | 13,9                           | 7,4                      |
| Svezia <sup>1</sup> . . . . .    | 1962 | 3,5              | 7,0      | 4,8                              | 3,6                     | 8,8        | 7,8                            | 6,8                            | 3,6                      |
|                                  | 1963 | 5,2              | 5,7      | 7,5                              | 7,0                     | 8,9        | 7,3                            | 7,0                            | 5,0                      |
|                                  | 1964 | 4,4              | 5,1      | 7,9                              | 7,1                     | 10,2       | 8,4                            | 8,8                            | 6,0                      |
| Svizzera . . . . .               | 1962 | 6,6              | 8,9      | 10,7                             | 15,7                    | - 1,8      | 6,0                            | 10,4                           | 5,1                      |
|                                  | 1963 | 5,9              | 5,9      | 6,4                              | 8,1                     | 1,3        | 5,2                            | 5,2                            | 4,7                      |
|                                  | 1964 | 4,3              | 6,7      | 9,3                              | 9,5                     | 8,8        | 5,3                            | 8,6                            | 4,8                      |
| Totale . . . . .                 | 1962 | 6,0              | 7,5      | 6,4                              | 7,0                     | 4,5        | 5,8                            | 10,0                           | 5,0                      |
|                                  | 1963 | 5,4              | 6,4      | 4,6                              | 4,6                     | 4,6        | 8,1                            | 10,2                           | 4,1                      |
|                                  | 1964 | 4,4              | 2,4      | 6,8                              | 5,4                     | 11,5       | 9,5                            | 9,1                            | 5,4                      |
| Regno Unito . . . . .            | 1962 | 1,9              | 2,7      | - 1,0                            | - 1,8                   | 2,8        | 3,0                            | 2,0                            | 0,9                      |
|                                  | 1963 | 4,3              | 2,1      | 3,2                              | 3,0                     | 3,8        | 5,0                            | 3,9                            | 4,2                      |
|                                  | 1964 | 3,7              | 2,5      | 16,0                             | 13,6                    | 25,9       | 3,3                            | 7,8                            | 5,7                      |
| Stati Uniti . . . . .            | 1962 | 4,8              | 7,0      | 8,0 <sup>2</sup>                 | 7,0                     | 10,6       | 6,6                            | 8,6                            | 6,4                      |
|                                  | 1963 | 3,8              | 2,5      | 4,4 <sup>2</sup>                 | 4,3                     | 4,8        | 5,8                            | 5,9                            | 3,4                      |
|                                  | 1964 | 6,1              | 0,0      | 6,2 <sup>2</sup>                 | 8,6                     | 0,1        | 14,8                           | 7,1                            | 4,8                      |

<sup>1</sup> Nel caso di Danimarca, Norvegia e Svezia, i dati ufficiali relativi agli investimenti interni comprendono le spese di manutenzione che sono escluse dai dati sopra riportati. <sup>2</sup> Investimenti privati e nuova edilizia civile del settore pubblico.

L'effetto della domanda meno intensa sul ritmo degli incrementi dei prezzi, analogamente a quello sulla produzione, è stato assai diverso nei singoli paesi per quanto riguarda l'incidenza e il momento in cui ha avuto inizio. Come era da attendersi, nei primi mesi del 1964 le conseguenze si sono manifestate anzitutto in Francia e Italia. Durante lo scorso anno, entrambi i paesi hanno registrato aumenti meno cospicui nei prezzi ingrosso e al consumo che nel 1963. In Francia, difatti, il saggio di tali aumenti si è ridotto notevolmente in seguito a estesi interventi ufficiali rivolti a bloccare i prezzi. In Italia, invece, sebbene gli incrementi siano alquanto rallentati, l'esito è stato piuttosto modesto, data la sensibile riduzione nella domanda e nella produzione, mentre l'ininterrotta tendenza ascendente dei prezzi al consumo, con un ritmo annuale di oltre il 6%, non può certo essere ritenuta soddisfacente.

Anche la Svizzera ha conseguito, all'inizio del 1964, una riduzione nel saggio di espansione dei prezzi che si è protratta durante l'anno. In Belgio e nei Paesi Bassi, l'inversione nella tendenza dei prezzi si è verificata alquanto più tardi. In Belgio i prezzi sono cresciuti nell'ultimo trimestre del 1963 e le pressioni all'insù hanno continuato a farsi sentire per tutta la prima metà del 1964. Nel secondo semestre del 1964, il movimento ascendente dei prezzi ingrosso si è considerevolmente ridotto e nel quarto trimestre del 1964 e primo trimestre del 1965 il ritmo degli incrementi dei prezzi al consumo è pure rallentato. Analogamente, nei Paesi Bassi i prezzi hanno incominciato a salire fortemente nel quarto trimestre del 1963, continuando vigorosamente in questa tendenza nei primi mesi del 1964. Nel secondo trimestre, gli incrementi dei prezzi ingrosso erano tuttavia ritornati a livelli modesti e nel terzo trimestre l'aumento dei prezzi al consumo è rallentato. Nello scorso anno, in Svezia e Germania, i prezzi al consumo e ingrosso hanno continuato a salire all'incirca con gli stessi saggi di espansione registrati nel passato; nei mesi recenti si è notata un'intensificazione della pressione all'insù. Perciò l'andamento dei prezzi sul Continente sembra assai più favorevole che dodici mesi orsono, benchè i sintomi dell'inflazione non siano scomparsi in tutti i paesi.

Nello scorso anno, l'andamento dei salari è stato, invece, assai meno favorevole. Soltanto in Francia e Svizzera l'aumento dei salari è rallentato, sebbene l'incremento registrato in Francia, di oltre il 6%, sia stato ancora notevole. Nel 1964, in Germania, Belgio e Paesi Bassi, i salari sono cresciuti più rapidamente, mentre in Italia e Svezia il loro progresso è stato all'incirca uguale a quello del 1963. In Italia, il continuo e rapido incremento dei salari, nonostante la minore domanda di forze lavorative, rappresenta tuttora un problema per la politica di stabilizzazione, sebbene, in parte, il fenomeno possa essere considerato come una ripercussione dell'"esplosione" dei salari avvenuta prima.

Sul Continente, il costante aumento dei salari ha provocato l'incremento dei costi industriali per unità di prodotto, nonostante il conseguimento di livelli di produttività più elevati. I maggiori costi del lavoro per unità di prodotto, unitamente a prezzi crescenti delle materie prime e prezzi

Prezzi e salari.

| Periodi               | Prezzi al consumo     | Prezzi ingrosso | Saggi salariali orari <sup>1</sup> | Prezzi al consumo | Prezzi ingrosso | Saggi salariali orari <sup>1</sup> |
|-----------------------|-----------------------|-----------------|------------------------------------|-------------------|-----------------|------------------------------------|
|                       | Indici: 1962 = 100    |                 |                                    |                   |                 |                                    |
|                       | Austria               |                 |                                    | Italia            |                 |                                    |
| 1963 1° semestre . .  | 102,6                 | 98,7            | 102,2                              | 106,2             | 104,3           | 107,7                              |
| 2° semestre . .       | 103,0                 | 98,1            | 108,9                              | 108,7             | 106,2           | 113,7                              |
| 1964 1° semestre . .  | 106,0                 | 102,4           | 110,9                              | 112,1             | 108,4           | 123,6                              |
| 2° semestre . .       | 107,5                 | 104,9           | 110,9                              | 115,5             | 109,0           | 130,0                              |
| 1965 1° trimestre . . | 108,5                 | 104,9           | 115,9                              | 117,7             | 109,7           | 134,1                              |
|                       | Belgio                |                 |                                    | Norvegia          |                 |                                    |
| 1963 1° semestre . .  | 101,4                 | 102,1           | 106,2                              | 102,7             | 100,0           | 105,8                              |
| 2° semestre . .       | 102,9                 | 102,9           | 110,4                              | 102,5             | 101,0           | 104,6                              |
| 1964 1° semestre . .  | 105,1                 | 106,5           | 116,6                              | 106,8             | 103,2           | 110,8                              |
| 2° semestre . .       | 107,7                 | 108,1           | 122,7                              | 110,0             | 106,4           | 111,4                              |
| 1965 1° trimestre . . | 109,0                 | 108,3           | 127,3                              | 111,7             | 106,6           | .                                  |
|                       | Danimarca             |                 |                                    | Paesi Bassi       |                 |                                    |
| 1963 1° semestre . .  | 105,1                 | 103,5           | 106,5                              | 103,8             | 101,3           | 107,1                              |
| 2° semestre . .       | 105,7                 | 103,0           | 109,4                              | 103,3             | 103,6           | 106,7                              |
| 1964 1° semestre . .  | 108,3                 | 104,7           | 115,4                              | 108,7             | 108,3           | 122,4                              |
| 2° semestre . .       | 110,5                 | 106,0           | .                                  | 110,5             | 109,1           | 128,3                              |
| 1965 1° trimestre . . | 113,2                 | 108,2           | .                                  | 111,7             | .               | 132,3                              |
|                       | Francia               |                 |                                    | Svezia            |                 |                                    |
| 1963 1° semestre . .  | 103,6                 | 102,9           | 106,8                              | 102,2             | 102,3           | 107,4                              |
| 2° semestre . .       | 106,1                 | 104,4           | 111,2                              | 103,5             | 104,2           | 109,7                              |
| 1964 1° semestre . .  | 107,6                 | 105,1           | 115,1                              | 105,3             | 106,6           | 113,7                              |
| 2° semestre . .       | 108,9                 | 105,5           | 118,8                              | 107,5             | 109,6           | 117,4                              |
| 1965 1° trimestre . . | 110,0                 | 106,8           | 121,2                              | 108,9             | 111,5           | 124,6                              |
|                       | Germania <sup>2</sup> |                 |                                    | Svizzera          |                 |                                    |
| 1963 1° semestre . .  | 103,0                 | 100,4           | 105,3                              | 102,5             | 103,7           | 104,9                              |
| 2° semestre . .       | 103,0                 | 100,6           | 108,0                              | 104,4             | 104,0           | 107,1                              |
| 1964 1° semestre . .  | 105,0                 | 101,1           | 112,9                              | 106,0             | 105,6           | 111,0                              |
| 2° semestre . .       | 105,8                 | 102,1           | 116,9                              | 107,2             | 106,1           | 112,9                              |
| 1965 1° trimestre . . | 107,2                 | 103,3           | .                                  | 108,1             | 105,8           | 115,9                              |

<sup>1</sup> Saggi salariali orari per tutti i lavoratori nell'industria manifatturiera o nel complesso dell'industria (per Italia, Norvegia e Paesi Bassi soltanto lavoratori maschili; per Belgio, Danimarca, Norvegia e Svezia guadagni orari).  
<sup>2</sup> I prezzi all'ingrosso sono prezzi alla produzione di beni industriali.

industriali tendenti soltanto moderatamente all'insù, hanno portato alla riduzione dei margini di profitto nell'industria manifatturiera. Ora che i paesi hanno soltanto un modesto avanzo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti, questa evoluzione potrebbe portare in futuro a difficoltà nella posizione verso l'estero dovute alla minore competitività dell'industria.

Negli ultimi mesi del 1964, la stabilizzazione nella produzione, accompagnata da un ininterrotto aumento di prezzi e salari, ha posto le autorità di fronte ad un difficile problema. L'effetto ritardato della domanda meno intensa su prezzi e salari ha fatto sì che il rallentamento nel loro movimento ascendente non avesse ancora potuto assumere le proporzioni desiderate. D'altra parte, la pausa verificatasi nella produzione non poteva essere accettata indefinitamente nemmeno ai livelli, relativamente elevati, raggiunti all'inizio del 1964. Negli ultimi mesi dell'anno e all'inizio del 1965, il dilemma posto da tale stato di cose stava per essere risolto gradualmente attraverso caute misure intese ad attenuare le restrizioni applicate all'economia. Come già in altre occasioni, questa fase è stata raggiunta per prima

dall'Italia, che nell'estate del 1964 aveva già preso provvedimenti preliminari per allentare le restrizioni monetarie. Con il progredire dell'anno le misure di reflazione sono state intensificate e nel quarto trimestre del 1964 esse sono state ricompensate da una ripresa dell'attività industriale. Nella primavera del 1965, anche la Francia e il Belgio hanno incominciato ad orientarsi verso misure destinate ad attenuare le restrizioni creditizie in vigore.

Le misure prese dall'Italia e, in misura più limitata, dalla Francia per allentare i provvedimenti restrittivi prima che l'andamento dei prezzi e dei salari fosse divenuto in tutto e per tutto soddisfacente, pongono in evidenza la difficoltà che molti paesi continentali sono tenuti a fronteggiare. Malgrado l'ampia gamma di strumenti di cui dispongono, le autorità hanno trovato difficile conciliare un progresso economico con una ragionevole stabilità di prezzi e salari anche quando la domanda ha cessato di essere eccessiva. Lo strumento che manca, e che indubbiamente agevolerebbe il conseguimento di questo duplice scopo all'interno e contribuirebbe a contemperare gli obiettivi interni con l'equilibrio esterno, è un'adeguata politica dei redditi. La necessità di introdurre una politica dei redditi è già stata riconosciuta in diversi paesi e non rimane che sperare che tutte le parti in causa — industria, forze di lavoro e governo — si renderanno conto che è nel loro stesso interesse futuro di conferire efficacia ad una simile politica.

Per quanto riguarda i pagamenti internazionali, il 1964 è stato un altro anno in cui i paesi continentali hanno registrato cospicui saldi attivi nei conti con l'estero. Il saldo attivo globale dell'area è cresciuto di \$700 milioni, raggiungendo il totale di quasi \$3 miliardi. Come in anni precedenti, la maggior parte dell'incremento nelle riserve è affluita ai paesi CEE, dove il cospicuo miglioramento delle riserve dell'Italia ha più che compensato il minore aumento nelle riserve della Germania. Quanto alle partite correnti, il Continente nel suo insieme è passato da un disavanzo di \$970 milioni nel 1963 ad un passivo di \$500 milioni nello scorso anno. Ancora una volta una notevole aliquota di questo incremento è dovuta alle partite correnti dei paesi CEE e questo andamento può, di nuovo, essere attribuito interamente all'eccezionale miglioramento delle partite correnti italiane, le quali hanno più che controbilanciato il deterioramento delle partite correnti di tutti gli altri paesi membri della CEE.

Perciò, lo scorso anno, sul Continente, lo sviluppo più notevole nel settore dei pagamenti internazionali è dato dalla rapida reazione della bilancia dei pagamenti dell'Italia alle misure di correzione adottate dalle autorità di questo paese. Aiutate dall'assistenza finanziaria resa disponibile da altri paesi e dal F.M.I., le autorità hanno potuto porre riparo alla speculazione contro la lira. L'eliminazione della domanda in eccesso nell'economia italiana ha avuto gli sperati effetti sui conti con l'estero. Negli ultimi tre trimestri del 1964 le importazioni si sono ridotte del 10%, calcolate su base annuale, mentre le esportazioni sono cresciute con un saggio del 20%. Questa ripresa rapida e cospicua della bilancia commerciale, unitamente ad un afflusso di capitali a lungo termine, ha fatto sì che il saldo della bilancia dei pagamenti italiana sia tornato ad essere attivo. Un secondo svi-

luppo importante, che si è verificato lo scorso anno, è dato dal fatto che in seguito alle misure adottate per scoraggiare l'afflusso di capitali, la posizione dei pagamenti tedeschi è praticamente tornata in equilibrio. Il successo di tali misure ha impedito al cospicuo saldo attivo, che sembrava inevitabile all'inizio del 1964, di materializzarsi, eliminando così una importante fonte potenziale di squilibrio nel sistema dei pagamenti.

Nei mesi recenti, l'incremento nelle riserve dei paesi continentali è rallentato, rispecchiando le misure adottate negli Stati Uniti e nel Regno Unito per correggere l'andamento della bilancia dei pagamenti. Tuttavia, finora non sembra che i conti con l'estero abbiano decisamente invertito la tendenza, anche perchè i flussi di fondi verso gli Stati Uniti provengono, in ampia misura, dal mercato dell'eurodollaro.

Perciò, per riassumere, si può dire che gli aumenti dei prezzi nei paesi continentali sono stati in genere sensibilmente ridotti e che la pressione della domanda si è considerevolmente attenuata. Questo movimento è stato accompagnato da un minore saggio di espansione della produzione, che in alcuni paesi, soprattutto in Italia e Francia, ha equivalso ad una situazione quasi di ristagno. Mentre in tali paesi sarebbero opportune misure più energiche per stimolare la domanda, la tendenza agli eccessivi miglioramenti salariali costituisce un fattore che ostacola una decisa politica di espansione.

Inoltre, la combinazione di misure per contenere la domanda interna non è stata tale da agevolare un aggiustamento fondamentale dello squilibrio verso l'estero. In Francia, le misure restrittive sono state dirette soprattutto a conseguire l'equilibrio nel bilancio pubblico; in Svezia sono state aumentate le aliquote delle imposte indirette e nei Paesi Bassi si è ricorso allo stesso strumento, sebbene in misura minore. In linea generale, però, si è fatto affidamento sulle restrizioni monetarie, con il risultato che i saggi d'interesse sono cresciuti sensibilmente in un momento in cui l'afflusso di capitali dall'estero rappresentava già un problema. In Germania, le imposte sul reddito sono state ridotte all'inizio di questo anno, nonostante il surriscaldamento dell'economia, aumentando così l'onere per la politica monetaria. Anche nei Paesi Bassi sono programmati alleggerimenti dell'imposta sul reddito per il corrente anno, sebbene la politica monetaria sia tuttora restrittiva. In alcuni paesi, l'elevato saggio di espansione degli investimenti nel settore pubblico in rapporto al risparmio pubblico, nonchè gli speciali incentivi alla costruzione di abitazioni, sono stati per qualche anno una delle principali cause degli elevati livelli dei saggi d'interesse. Perciò, esiste il problema costante di trovare strumenti per agire sulla domanda interna e consentire alla politica monetaria di dedicarsi maggiormente alla situazione esterna.

### **Europa orientale.**

Gli sviluppi verificatisi nel 1964 in questa parte dell'Europa possono, in linea generale, essere considerati favorevoli. Sotto alcuni aspetti, i progressi registrati l'anno scorso sono dovuti alle condizioni atmosferiche mi-

glieri rispetto al 1963, anno nel quale l'industria e l'agricoltura furono gravemente danneggiate dall'inverno freddissimo.

In alcuni paesi appartenenti a quest'area, i risultati, tuttavia, non sono stati pari agli obiettivi fissati nel piano annuale e sembra che, in qualche caso, si stiano facendo dei tentativi per abbandonare le rigide norme amministrative a favore di incentivi analoghi a quelli di mercato: in direzione, cioè, di una parziale sostituzione di obiettivi quantitativi con criteri informati al miglioramento della qualità e al profitto. Questo processo comporta una maggiore flessibilità nelle tecniche impiegate per la determinazione dei prezzi e la necessità di fare in misura assai più ampia affidamento sugli scambi con il resto del mondo.

Nel 1964 il commercio estero ha continuato a espandersi e, difatti, è alquanto accelerato sia all'interno dell'area che rispetto agli altri paesi. Il saggio di espansione (dell'8-9%) è tuttavia inferiore a quello conseguito dalla maggior parte dei paesi industrializzati dell'Occidente; ciò vale soprattutto per l'URSS, dove l'incremento è stato del 5,5%.

Nell'URSS il reddito nazionale è cresciuto del 7% nel 1964. Questa aliquota costituisce una ripresa dello sviluppo nei confronti della tendenza in diminuzione manifestatasi dal 1961. Essa è stata realizzata soprattutto grazie ai raccolti più abbondanti che hanno fatto aumentare la produzione agricola del 12%, dopo una riduzione del 7% nel 1963. Nel 1964, i risultati favorevoli hanno reso possibile di diminuire le importazioni di cereali e di ricostituire le scorte, nonché di reintegrare parzialmente le perdite di bestiame sofferte nell'anno precedente. Sebbene la produzione industriale stia ancora progredendo con un saggio relativamente alto, essa presenta tuttavia una tendenza alla decelerazione. Dal 1955 al 1960 il saggio di espansione della produzione industriale raggiunse una media di quasi l'11%; nel triennio 1961-63 è stato del 9% in media e nel 1964 del 7,1%. Il settore in cui, nel 1964, lo sviluppo ha nettamente superato la media è quello dell'industria chimica, mentre l'industria leggera ha registrato un progresso inferiore alla media e la produzione dell'industria dell'abbigliamento è addirittura diminuita.

Il piano per il 1965 ha fissato obiettivi piuttosto alti. Il reddito reale del settore personale dovrà aumentare del 7,3%, la produzione industriale dell'8,1% e il reddito nazionale dell'8%, sì da raggiungere il livello di rubli 190 miliardi, ossia - alla parità ufficiale - di circa \$210 miliardi.

In *Cecoslovacchia*, la produzione agricola è rimasta, nel 1964, all'incirca uguale a quella del 1963, poichè un raccolto più scarso di prodotti di origine vegetale, dovuto alla siccità dell'estate, è stato compensato da un maggior volume di prodotti di origine animale. Risultati migliori sono stati conseguiti nell'industria, la cui produzione, dopo il regresso del 1963, è cresciuta del 4%, e cioè, più di quanto era stato previsto nel piano. Il processo di eliminazione delle sfasature, determinatesi in seguito alla febbrile

Paesi a economia pianificata:  
 Reddito nazionale, produzione industriale e produttività.

| Paesi                | Reddito nazionale <sup>1</sup> |       |      | Produzione industriale <sup>2</sup> |       |      | Produttività <sup>3</sup> |       |      |
|----------------------|--------------------------------|-------|------|-------------------------------------|-------|------|---------------------------|-------|------|
|                      | 1962                           | 1963  | 1964 | 1962                                | 1963  | 1964 | 1962                      | 1963  | 1964 |
|                      | aumenti annuali, in percento   |       |      |                                     |       |      |                           |       |      |
| Bulgaria . . . . .   | 6,2                            | 7,3   | 6,0  | 11,0                                | 10,0  | 11,1 | 7,9                       | 4,6   | 6,1  |
| Cecoslovacchia . .   | 1,4                            | - 2,2 | 0,0  | 6,3                                 | - 0,6 | 4,1  | 3,2                       | - 0,9 | 3,5  |
| Germania orientale   | 2,1                            | 2,7   | 4,7  | 6,2                                 | 4,3   | 6,7  | 6,6                       | 4,8   | 6,5  |
| Polonia . . . . .    | 2,0                            | 6,5   | 5,0  | 6,6                                 | 5,4   | 9,3  | 3,2                       | 1,6   | 7,1  |
| Romania . . . . .    | 4,5                            | 10,0  | 10,0 | 14,8                                | 12,3  | 14,1 | 6,7                       | 7,1   | 10,0 |
| Ungheria . . . . .   | 4,7                            | 5,7   | 5,0  | 9,4                                 | 7,1   | 6,6  | 4,6                       | 2,9   | 4,9  |
| URSS . . . . .       | 5,7                            | 4,2   | 7,0  | 9,7                                 | 8,1   | 7,1  | 6,2                       | 4,9   | 4,0  |
| Jugoslavia . . . . . | 4,0                            | 14,0  | 12,2 | 6,8                                 | 15,6  | 16,0 | 3,4                       | 10,2  | 7,5  |

<sup>1</sup> Reddito netto dei beni materiali. <sup>2</sup> Produzione lorda. <sup>3</sup> Produzione per lavoratore nell'industria.

attività nel settore degli investimenti fino al 1961, prosegue ancora, ripercuotendosi sul piano per il 1965, in base al quale quasi tutto l'incremento della produzione dovrà essere destinato, sotto forma di nuovi investimenti, ai settori in cui le strozzature impediscono tuttora il pieno utilizzo delle risorse del paese.

L'incremento della produzione industriale in *Polonia*, che nel 1964 è stato del 9,3%, ha superato notevolmente le aliquote del piano e i risultati del 1963. La maggior parte di tale incremento è da ascrivere alla produttività più elevata e le industrie di beni di consumo vi hanno contribuito nella misura più ampia. Nel settore agricolo l'esito è stato meno favorevole; la produzione è cresciuta meno dell'1%, nonostante che all'agricoltura venga destinata una crescente aliquota delle spese per investimenti effettuate dal paese. La necessità di ridurre i costi di produzione stimola ormai da qualche tempo l'adozione di misure di razionalizzazione, che hanno creato disoccupazione nei distretti urbani e sottoccupazione nelle zone rurali. Allo scopo di alleviare questa situazione, le autorità stanno facendo il possibile per aumentare sensibilmente le esportazioni di prodotti ad alto contenuto di lavoro, soprattutto verso l'Occidente.

Nella *Germania orientale*, la situazione del mercato del lavoro, sebbene ancora sottoposta a pressione, sembra essere alquanto migliorata nel 1964. Mentre, tanto nel 1962 che nel 1963, il numero dei lavoratori dell'industria aveva subito una flessione, lo scorso anno è stato registrato un lieve incremento. Questo fatto, unitamente ad un aumento del 6,5% nella produzione per lavoratore, ha avuto per effetto un'espansione del 6,7% nella produzione industriale. Sembra che i risultati siano stati buoni anche nell'agricoltura, sicché il reddito nazionale è cresciuto del 4,7%, che è il livello più alto raggiunto dal 1959. Perciò, dopo il declino verificatosi nel 1963, il reddito personale è salito di oltre il 4%.

Nella parte meridionale dell'Europa orientale, la *Romania* ha conseguito il più alto saggio di sviluppo, per quanto riguarda sia il reddito nazionale

(+10%) sia la produzione industriale (+14,1%) e sembra che anche per l'agricoltura sia stata una buona annata. Dal 1959, la produzione industriale è raddoppiata e quasi due terzi dell'incremento sono dovuti all'aumento della produttività. I settori in cui lo sviluppo è stato più dinamico sono l'industria chimica, quella dell'elettricità e quella meccanica. Per il 1965, il piano ha stabilito un'espansione nella produzione industriale del 13% e nella produttività del 9%.

In *Bulgaria*, lo sviluppo del reddito nazionale (+6%) è stato inferiore a quello previsto ed ai risultati conseguiti nell'anno precedente, ma purtuttavia superiore alla media relativa al gruppo di paesi. Grazie alle favorevoli condizioni atmosferiche, nonché ai miglioramenti tecnici e alla messa a coltivazione di alcune aree marginali, il prodotto lordo dell'agricoltura è cresciuto notevolmente; il suo valore netto è peraltro aumentato in misura assai minore. L'industria ha continuato a espandersi vigorosamente. Nel 1964, la sua produzione globale è salita dell'11,1% rispetto al 1963, mentre la produzione per uomo ha subito un incremento dell'8% grazie all'entrata in funzione di vasti impianti nel settore dei beni destinati alla produzione.

In *Ungheria*, l'espansione della produzione industriale, il cui saggio nel 1964 ha superato quello del 1963 (8,8 contro 7,1%), è stata compensata da un declino nella produzione agricola causato dalla grave siccità dell'estate, e il reddito nazionale è cresciuto del 5% rispetto al 5,7% l'anno prima e all'aliquota del 6,7% fissata dal piano.

L'aumento del 3%, che il piano per il 1965 stabilisce per il reddito nazionale, significa una riduzione che rispecchia probabilmente l'andamento relativamente meno favorevole delle vendite dei beni d'investimento ad altri paesi dell'area, nonché il desiderio di dedicarsi al ridimensionamento necessario nei diversi settori dell'industria.

In *Jugoslavia* il 1964 è stato un anno di surriscaldamento per l'economia e nel corso dei dodici mesi la politica di rilancio, che aveva avuto inizio nella seconda metà del 1962 ed era stata proseguita nel 1963 ha dovuto essere invertita così nettamente che essa ha influito sensibilmente sugli obiettivi posti dal piano per il 1965.

Per quanto riguarda l'offerta, l'anno sotto rassegna è stato, in linea generale, favorevole. La produzione agricola, che nel 1963 aveva realizzato un incremento del 9%, nel 1964 è cresciuta ulteriormente di quasi il 4,5%. E l'espansione della produzione industriale è stata imponente: un balzo del 16% nello scorso anno, che ha fatto seguito a quello del 15,6% registrato l'anno prima. I settori in cui la produzione è cresciuta più rapidamente sono le industrie dei prodotti base, mentre le principali industrie di beni di consumo, sebbene abbiano progredito notevolmente sotto qualsiasi altro punto di vista, sono aumentate con un ritmo inferior alla media. Il saggio di espansione dell'industria sembra avere raggiunto il vertice verso la metà dell'anno e da allora si è notata una certa decelerazione.

La domanda si è sviluppata ancora più velocemente dell'offerta, trascinata da una ripresa negli investimenti; nel primo semestre del 1964 tali investimenti avevano superato di oltre il 40% il livello di dodici mesi prima. Questo andamento è stato la conseguenza delle misure adottate nel 1962 e 1963 per stimolare la loro espansione e hanno anche rispecchiato le imponenti spese effettuate in connessione con la ricostruzione di Skoplje.

Anche la domanda dei consumatori è stata assai più forte. Poiché i redditi personali sono aumentati del 25-30% in seguito al migliorato livello dell'occupazione e dei saggi salariali, non è un fatto sorprendente che il costo della vita sia cresciuto del 15% dall'ultimo trimestre del 1963 all'ultimo trimestre del 1964 e che la bilancia commerciale sia deteriorata di \$160 milioni, registrando un disavanzo di \$430 milioni.

Nella seconda metà del 1964, le autorità hanno incominciato a fare ricorso a misure di restrizioni, inasprendo le condizioni del credito al consumo, limitando la libertà delle banche nel concedere crediti per investimenti e sterilizzando parte delle risorse disponibili delle banche. Il bilancio federale per il 1965 è stato inoltre improntato a criteri restrittivi.

Mentre il piano per il 1965 fissa saggi di incremento del 9 e dell'11% per il prodotto nazionale e la produzione industriale e dell'11% per i consumi privati, esso stabilisce una riduzione degli investimenti, soprattutto produttivi. L'edilizia per abitazioni dovrebbe invece continuare a espandersi.

#### **Il dibattito sul sistema monetario internazionale.**

Nell'estate del 1964, dopo un anno di intensi studi, sono state pubblicate tre relazioni sul sistema monetario internazionale. Esse hanno contribuito ad approfondire la comprensione dei meccanismi del sistema, ma, attraverso il chiarimento degli svariati punti di vista, hanno anche concorso ad acuire la controversia su quanto vi è di sbagliato e su ciò che occorrerebbe fare.

La relazione presentata da un gruppo di economisti senza veste ufficiale è di prezioso ausilio nello sviscerare le premesse e i giudizi di merito che stanno alla base della disparità di vedute fra gli economisti di professione. Tale relazione non presenta, tuttavia, proposte comuni per il futuro orientamento del sistema.

Lo studio redatto dal F.M.I. prende in considerazione, soprattutto, la possibilità di estendere le facilitazioni creditizie del Fondo per provvedere le risorse liquide occorrenti al funzionamento del sistema, nonché ai paesi che ne abbiano necessità. Sebbene le idee siano interessanti, esse non sono enunciate nella forma di proposte concrete per un'azione immediata.

La relazione del Gruppo dei Dieci espone punti di vista ufficiali sul problema. Mentre essa mostra di voler trattare la questione del fabbisogno quantitativo di risorse che il sistema potrà presentare in un tempo più o meno lontano, è accaduto che la posizione debitoria degli Stati Uniti ha

impedito di assumere impegni per il futuro che avrebbero potuto comportare obblighi per il presente. Anche la cautela con cui è formulata la relazione rispecchia la disparità di atteggiamenti nei confronti dell'attuale funzionamento del sistema, che è stata sottolineata nelle dichiarazioni fatte a Tokio all'assemblea generale del F. M. I. e successivamente. Nonostante l'affermazione, contenuta nel rapporto, che il sistema è dotato di una notevole flessibilità e che la liquidità internazionale è adeguata per le attuali necessità, si ritrae l'impressione che occorra agire per migliorare la situazione, ma che non regni l'accordo sul modo di procedere per conseguire questo scopo.

Le proposte del Gruppo dei Dieci rappresentano un compromesso che rasenta l'immobilismo. Anzitutto, è stato convenuto che il Gruppo di Lavoro 3 dell'OCSE, con l'aiuto di dati statistici raccolti dalla BRI e delle discussioni fra i Governatori, eserciterà un'azione di sorveglianza multilaterale sui finanziamenti di saldi attivi e passivi verso l'estero. Questa può essere considerata una misura positiva, che dovrebbe contribuire a far convergere la discussione sui problemi essenziali. Si riconosce in tal modo che i finanziamenti bilaterali e la creazione di liquidità influiscono sul sistema monetario internazionale nel suo complesso e costituiscono pertanto un argomento appropriato per discussioni multilaterali. Mentre la "sorveglianza" non lede la sovranità dei singoli paesi, il suo intento sta nel far confluire il peso dell'opinione internazionale, non tanto sui mezzi di finanziamento impiegati, quanto sui saldi attivi e passivi la cui insorgenza viene agevolata dai finanziamenti stessi. Questa proposta doveva, in un certo senso, servire da contrappeso alla seconda, quella, cioè, a favore di un incremento delle quote del F. M. I. L'aumento generale delle quote, nella misura del 25 %, successivamente approvato, costituisce una via di mezzo fra gli incrementi troppo cospicui o troppo modesti preferiti da diversi paesi. Le altre due proposte approvate dai Dieci suggeriscono di intraprendere studi sul processo di aggiustamento dei saldi attivi e passivi verso l'estero, nonché sulla possibile creazione di nuovi strumenti di riserva; di fatto, queste proposte rimandano problemi che non hanno potuto essere risolti l'anno precedente e la cui soluzione, nelle attuali condizioni, non sarà certamente trovata in pochi altri mesi di discussioni.

Sebbene sia stata prestata maggiore attenzione al punto morto cui si è giunti circa la questione della riforma del sistema monetario internazionale da attuare in futuro, il dibattito fondamentale sta nel definire quali siano i veri problemi del sistema. Dato il disaccordo che esiste su tali problemi, è piuttosto difficile raggiungere un consenso sulla loro soluzione. Difatti, le diverse proposte presentate si muovono in direzioni opposte, sicché l'equilibrio delle forze tende a determinare uno stato di immobilismo.

La discordia verte sulla natura degli squilibri delle bilance dei pagamenti e il persistente saldo passivo degli Stati Uniti costituisce il principale casus belli. Semplificando al massimo la questione, si può dire che alcuni ritengono che i saldi passivi dei conti con l'estero possono invertire la tendenza soltanto dopo un lungo periodo di tempo, soprattutto perchè non

esiste uno stimolo equivalente per i paesi creditori ad aggiustare i loro saldi attivi. Essi non giudicano opportuno adottare misure correttive che interferiscano indebitamente con l'espansione interna, per non parlare di quelle che provocano deflazione o disoccupazione. Non vedono, inoltre, di buon occhio i controlli diretti sui movimenti di capitali e hanno per così dire escluso la possibilità di fare ricorso a modificazioni nei cambi quale mezzo di aggiustamento, soprattutto per le monete chiave. Essi sono quindi del parere che le riserve internazionali devono essere in ampia misura integrate con facilitazioni creditizie, affinché l'economia interna possa disporre del tempo sufficiente per aggiustamenti di più lungo periodo.

Per altri, tutto ciò non è che un pretesto per adottare misure blande. Essi sono dell'avviso che i paesi debitori sono eccessivamente cauti nell'impiegare la politica monetaria e fiscale a sostegno del processo di aggiustamento, attribuendo un grado di priorità troppo elevato alla situazione interna. Ritengono, conseguentemente, che i paesi creditori siano stati costretti a effettuare l'aggiustamento attraverso l'inflazione importata. Accettano l'idea che, in caso di necessità, si istituiscano controlli diretti sui movimenti di capitali e pensano che un saldo passivo dovuto al deflusso di fondi (a prescindere da una improvvisa fuga di capitali) non dovrebbe essere finanziato attraverso l'assistenza internazionale. Sebbene siano più spregiudicati in fatto di aggiustamenti dei cambi, in pratica esitano però, in casi specifici, a dichiarare che si tratta di squilibri fondamentali. Sostengono che le facilitazioni creditizie dovrebbero avere limiti piuttosto ristretti, perchè se i paesi creditori continueranno a finanziare i paesi debitori non si porrà mai una fine a tale situazione.

I due punti controversi sono, pertanto, rappresentati dal processo di aggiustamento e dalla liquidità internazionale. Sebbene la valutazione di questi problemi costituisca più materia di giudizio che di prova decisiva, l'esperienza acquisita nell'ultimo decennio da numerosi paesi getta molta luce su di essi.

*Il processo di aggiustamento.* Per quanto riguarda il processo di aggiustamento, è ovvio che è vano sperare che, con l'andare del tempo, gli squilibri si correggano da soli; si rende, pertanto, indispensabile adottare efficaci misure. Ma è altrettanto ovvio che i principali ostacoli ad un pronto ed energico intervento non sono di natura economica, bensì politica. Si è constatato ripetutamente che i paesi debitori differivano qualsiasi azione, prendendo mezze misure, mentre le riserve calavano e le risorse liquide venivano prese a prestito dall'estero, e ciò allo scopo di evitare difficoltà politiche. Ma, quando i mezzi per i finanziamenti diminuivano e si sviluppava una crisi, i dubbi venivano in qualche modo risolti e le misure politiche che era stato impossibile applicare, divenivano possibili e producevano effetti. Anche nei paesi creditori, per esempio, spesso non sono stati introdotti appropriati provvedimenti di bilancio pubblico per considerazioni di natura politica, mentre l'onere di contenere l'inflazione è stato lasciato alla politica monetaria a scapito dell'equilibrio internazionale. Per capire bene l'importanza

del fattore politico, basta ricordare le situazioni incongruenti che sono germogliate negli anni in cui venivano indette le elezioni.

Certo, non vi è alcuna possibilità di prendere misure di stabilizzazione dove esiste un vuoto politico. Ma si dovrebbe, comunque, poter migliorare la prassi attuale. E' evidente, per esempio, che l'intero meccanismo del bilancio annuale, impostato su previsioni di quello che sarà lo sviluppo economico nei prossimi 12-18 mesi, durante i quali la politica fiscale rimane praticamente bloccata, non è più adatto alla funzione che le variazioni nelle misure fiscali devono svolgere nella gestione dell'economia. Questa rigidità potrebbe essere ridotta delegando poteri ben delimitati alle autorità preposte alla politica di stabilizzazione, e così si imprimerebbe anche un carattere più tecnico alle azioni correnti di intervento. Nelle attuali condizioni, tuttavia, la remora politica al processo di aggiustamento dà ragione a coloro che sostengono essere necessario inasprire le condizioni per ottenere fondi internazionali, dato che la scarsità di liquidità sembra spesso l'unico stimolo capace di indurre le autorità ad agire.

D'altra parte, in anni recenti sono stati osservati casi di squilibrio che, malgrado il pronto intervento, hanno richiesto del tempo per venire eliminati. Il mantenimento della piena occupazione, il conseguimento dell'espansione dell'economia e della stabilità dei prezzi meritano la priorità ed è logico che tanto i paesi debitori quanto quelli creditori non siano disposti a sacrificare completamente questi obiettivi all'equilibrio nei conti con l'estero. Difatti, la difficoltà di conciliare obiettivi diversi deriva dal fatto che ciascun paese desidera mantenere un cuscinetto ammortizzatore intorno all'economia interna per isolarla in una certa qual misura dalle forze esterne. Ma, se un processo di aggiustamento si rivela necessario, è inevitabile passar sopra alle priorità interne, perchè il loro carattere non è assoluto; deve riuscire talvolta possibile spostare il centro di gravità della politica economica per correggere gli squilibri nei conti con l'estero.

Per quanto riguarda le partite correnti della bilancia dei pagamenti, la situazione pericolosa sorge quando il livello di costi e prezzi si è alquanto sfasato, con il conseguente indebolimento della posizione concorrenziale dell'economia. In simili casi, le esportazioni tendono a rallentare e le crescenti importazioni a deteriorare le partite correnti della bilancia dei pagamenti. Il processo di aggiustamento richiede che i redditi interni, soprattutto gli incrementi dei salari, siano contenuti per qualche tempo, mentre la capacità competitiva viene rafforzata dall'aumento, senza interruzione, della produttività. In un certo numero di casi, tanto la politica dei salari, quanto una minore pressione sul mercato del lavoro hanno prodotto il risultato desiderato, sebbene, altre volte, il limite imposto ai miglioramenti salariali non sia stato sufficientemente rigoroso per conseguire gli effetti sperati. Ad aggiustare gli squilibri di questo tipo fra due vaste aree geografiche contribuisce anche il movimento ascendente dei prezzi nei paesi creditori (come, alcuni anni orsono, è avvenuto fra Stati Uniti ed Europa occidentale).

Tutto ciò significa che i livelli dei costi non si aggiustano in un batter d'occhio, anche se dopo un intervallo di tempo ragionevole si cominceranno a notare sintomi di miglioramento. Se l'azione intrapresa non avrà alcun effetto, i casi sono due: o non si tratta di azione effettiva o il problema è costituito da una moneta sopravvalutata. E se il valore della moneta è una questione di prestigio, il prezzo dei generi alimentari una questione politica e il prezzo del lavoro una questione di monopolio — con prezzi di cartello inseriti qua e là — si può veramente aspettare a lungo prima che l'aggiustamento si verifichi.

Per quanto concerne lo squilibrio dovuto a flussi eccessivi di capitali, dopo il ritorno alla convertibilità l'esempio più importante è quello che ci è stato offerto da Stati Uniti ed Europa continentale, complicato dalla rapida espansione del mercato dell'eurodollaro. Il rimedio classico di ridurre il divario fra i saggi d'interesse sembrava appropriato e, nel 1963, si fece qualche progresso, in questa direzione, nel campo dei saggi a breve. Ma gli Stati Uniti sono stati riluttanti a restringere effettivamente la liquidità interna, mentre l'Europa occidentale è andata orientandosi verso le restrizioni monetarie per combattere l'inflazione, con il risultato che l'Europa, per prima e, ora, gli Stati Uniti, hanno dovuto introdurre tecniche speciali per limitare i flussi eccessivi di capitali.

Affinchè le autorità siano in grado, sul piano interno, di impiegare la politica monetaria con una certa libertà di movimento, occorre che esse possano disporre di uno strumento che permetta loro di disciplinare i flussi di capitali e le aiuti a mantenere in equilibrio la bilancia dei pagamenti. L'impiego di simili misure costituisce tuttavia una deroga alla convertibilità ed è di per sè fonte di pericoli. Sarebbe deprecabile che i responsabili delle direttive politiche, tanto nei paesi debitori che in quelli creditori, si lasciassero tentare a trarsi d'impaccio così facilmente, invece di contemperare più coraggiosamente misure di politica fiscale e monetaria che la logica della convertibilità richiede. Esiste un vero equilibrio per un'economia di mercato e le politiche economiche nazionali non si possono considerare adeguate, se non provvedono gli incentivi alle forze di mercato per avvicinarvisi. Bisogna ammettere che un perfetto equilibrio dei saggi d'interesse e flussi di capitali può forse essere conseguito soltanto attraverso un processo di aggiustamento relativamente lento e un mutamento strutturale, a meno di sacrificare drasticamente altri obiettivi.

Riassumendo, si può dire che nessuna delle parti intervenute nel dibattito sul processo di aggiustamento ha interamente ragione. Benchè la principale difficoltà sia probabilmente data dal fatto che i singoli paesi hanno tardato nel prendere i provvedimenti necessari per conseguire l'equilibrio, è anche evidente che si sono verificati squilibri che, pur nelle circostanze più favorevoli, non avrebbero potuto essere eliminati in breve tempo. La possibilità di fare ricorso al credito internazionale per finanziare simili oscillazioni è stata una condizione essenziale, anche se si tiene presente che il movimento avrebbe potuto cominciare più presto e avere un ritmo più

rapido. Per migliorare il processo di aggiustamento occorre smetterla di attribuire le proprie colpe agli altri e valutare con realismo le rispettive responsabilità.

\* \* \*

\*

E' in connessione con il processo di aggiustamento che, recentemente, è stato auspicato un ritorno al sistema aureo da parte dei principali paesi. In base alla tesi sostenuta, il regime a cambio aureo consentirebbe il finanziamento occulto dei saldi passivi registrati dai paesi a moneta di riserva fino a quando raggiungono un punto pericoloso. L'azione delle autorità sarebbe, quindi, più energica se fossero costrette ad utilizzare le riserve auree in una fase meno avanzata. Vi è del vero in questo ragionamento e si può, difatti, affermare che l'impiego relativamente elastico del regime a cambio aureo ha avuto conseguenze inflazionistiche, sebbene esse non siano per nulla inevitabili. Ad ogni modo, vi sono numerosi motivi che si frappongono al ripristino della base aurea.

Anzitutto, la prassi di includere attività estere nelle riserve non è dipesa da una decisione formale, ma dalla libera scelta delle banche centrali, motivata dai vantaggi che esse si accorsero di poterne ritrarre. Abolire questa prassi significherebbe rinunciare anche ai benefici che ne derivano, fra i quali è compresa non soltanto la possibilità di avere attività fruttifere nelle riserve, ma anche quella di fare ricorso, in caso di necessità, ad un grande centro bancario internazionale, la cui flessibilità risulterebbe assai ridotta, se dovesse correre il pericolo di perdere oro per ogni cospicuo credito che venisse prelevato dal mercato. Quanto al sistema nel suo complesso, è evidente che, negli anni cinquanta, il regime a cambio aureo ha permesso la ricostituzione delle riserve europee. Questo fatto ha, a sua volta, agevolato la rapida ricostruzione ed espansione economica dell'Europa e il conseguimento di elevati livelli di occupazione. In tale periodo, nel quale venivano applicate numerose restrizioni alle importazioni dall'area del dollaro e vi era una diffusa scarsità di questa valuta, il moderato incremento delle passività degli Stati Uniti verso detentori ufficiali esteri è stato più conseguenza dei provvedimenti adottati dagli altri paesi per ristabilire le proprie riserve che dell'azione promossa dagli Stati Uniti per finanziare il saldo passivo della propria bilancia dei pagamenti.

Secondariamente, ciascuno dei principali paesi dispone di un potenziale globale di riserve e credito che gli consente di esercitare una notevole pressione sui suoi associati nel commercio. In regime aureo, una simile situazione non differirebbe di molto da quella che è in regime a cambio aureo, purchè non si procedesse ad una riduzione drastica del credito all'interno del sistema. A questo proposito si può osservare che dalla fine del 1960, cioè da quando l'aumento dei saldi ufficiali in dollari è andato diventando eccessivo, le principali banche centrali hanno adottato misure per limitarne l'ulteriore incremento. Da allora, nonostante gli ininterrotti saldi passivi della bilancia dei pagamenti americana, l'accumulazione di

dollari da parte delle banche centrali europee, che compongono il Gruppo dei Dieci, ha rappresentato soltanto una modesta aliquota dei finanziamenti ufficiali eseguiti dagli Stati Uniti e, precisamente, meno di un miliardo di dollari. Il grosso dei finanziamenti è stato effettuato mediante vendite di oro e l'utilizzo di crediti, quali le facilitazioni creditizie del F.M.I., l'emissione di cosiddetti "Roosa bonds" (obbligazioni a medio termine stilate in valuta estera, aventi una scadenza compresa fra 12 e 24 mesi) e il pagamento anticipato di debiti da parte di altri paesi, mentre le oscillazioni nei conti con l'estero sono state finanziate facendo ricorso alla rete di impegni di riporto.

Va da sè che con l'applicazione di regole puramente meccaniche e l'eliminazione del credito internazionale nel sistema, il regime aureo avrebbe per effetto di conferire la priorità assoluta all'aggiustamento verso l'estero nei confronti di considerazioni di ordine interno. Ma in questo modo verrebbero annullati i progressi, a più lungo termine, realizzati verso il conseguimento di obiettivi plurimi di politica economica ed è probabile che nè i paesi debitori, nè quelli creditori vogliano correre questo rischio. Pochi fautori del regime aureo sarebbero favorevoli ad un'automaticità totale. Un tentativo per imporre, su vasta scala, un simile regime avrebbe probabilmente per conseguenza di indurre i paesi a sperimentare sistemi di pagamenti in cui la funzione dell'oro verrebbe ridotta invece che assicurare ad essa il predominio assoluto.

*La liquidità internazionale.* Per quanto riguarda la liquidità, la relazione del Gruppo dei Dieci ha concluso che l'ammontare attuale di essa è pienamente adeguato al fabbisogno, ma che, nel futuro, potrà presentarsi una carenza a causa della limitata quantità di oro di nuova produzione che viene convogliata verso le riserve e della previsione che gli averi in dollari non aumenteranno con lo stesso ritmo di prima.

Data l'entità del saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, l'incremento delle riserve lorde nel sistema è stato, ovviamente, cospicuo ed ha, difatti, contribuito a suscitare tendenze inflazionistiche nei paesi creditori. E', pertanto, abbastanza facile convenire che il problema che occorre risolvere urgentemente è il conseguimento di un migliore equilibrio nella bilancia dei pagamenti e non l'aumento della liquidità. Per esprimere l'idea con più forza, si può dire che non è tanto il sistema che è sbagliato, quanto le politiche economiche che i paesi hanno seguito nell'applicarlo.

Dietro a questa affermazione sta, peraltro, una grandissima disparità di opinioni. Per alcuni paesi, l'attuale "adeguatezza della liquidità" significa che il suo volume è già sufficientemente ampio e che è necessario rendere più rigide le condizioni per ottenere crediti internazionali, se si vuole metter fine agli squilibri nei pagamenti. In seguito alla persistenza di tali squilibri, un analogo atteggiamento si era andato sviluppando nell'Unione europea dei pagamenti durante le ultime fasi della sua esistenza. Per altri paesi, invece, l'attuale "adeguatezza della liquidità" non significa soltanto il volume delle riserve globali esistenti, ma il sistema

per cui tale volume può essere aumentato mediante l'utilizzo delle facilitazioni creditizie. Per essi, il ricorso ad accordi internazionali di credito costituisce il fattore essenziale per impedire l'insorgenza di una generale scarsità di liquidità e consentire di finanziare le oscillazioni che si verificano nei pagamenti.

A causa di questa divergenza di opinioni circa la situazione in atto, non è emerso alcun punto di vista comune sul futuro meccanismo per la creazione di riserve, sebbene sia da tutti accettata l'idea che questo possa costituire un problema per l'avvenire.

Questo futuro problema ha un duplice aspetto. Quello sul quale si è di solito polarizzata l'attenzione riguarda la massa globale delle riserve. Se l'incremento dell'oro di nuova produzione e degli averi in valute incluse nelle riserve sarà limitato, tale massa manifesterà la tendenza a contrarsi rispetto al volume di transazioni internazionali, che si prevede continuerà ad espandersi. La prospettiva che ne derivi una scarsità di liquidità non sembra particolarmente impellente per due ragioni. In primo luogo, l'esistenza di un rapporto funzionale fra volume delle transazioni e volume delle riserve non può essere dimostrata ed è pertanto piuttosto vaga. Secondariamente, questo rapporto verrebbe ridotto soltanto in misura trascurabile dalle variazioni che si verificano in un anno, sicchè occorrerebbe un tempo considerevole prima che il sistema nel suo insieme ne potesse risentire gli effetti. Da questo punto di vista, quindi, non vi è ragione per temere che la liquidità monetaria mondiale non proceda di pari passo con le esigenze dei crescenti scambi o per lagnarsi che la creazione delle riserve avvenga attraverso un processo casuale.

L'altro aspetto del problema concerne la norma per l'incremento annuale delle riserve. Siccome i paesi mirano a conservare una posizione creditoria e dato che essi tendono, di solito, ad aumentare moderatamente le proprie riserve, questo lato della questione sembra offrire un interesse più immediato.

Attualmente, nel sistema, l'oro di nuova produzione (o il detesoreggiamento) è l'unica attività che accresca le riserve senza avere per contropartita saldi passivi registrati da altri paesi. E ciò perchè, per i paesi produttori, l'oro è una merce di esportazione in conto partite correnti della bilancia dei pagamenti, mentre altre attività incluse nelle riserve scaturiscono da operazioni di credito che comportano passività in misura corrispondente agli incrementi di tali riserve. Ma, d'altra parte, nessun paese accumula continuamente passività liquide, e nessun paese può accettare di trovarsi in posizione debitoria per lunghi periodi di tempo. L'equilibrio nel sistema può pertanto essere definito come una situazione in cui la somma dei saldi attivi di tutti i paesi sia uguale all'afflusso annuale di oro nelle riserve e in cui nessun paese abbia una posizione debitoria.

L'afflusso di oro nelle riserve ha registrato un importo annuale pari a circa \$650 milioni e anche senza un tesoreggiamento privato di ampiezza insolita, il suo livello non si sposterebbe di molto. E' difficile immaginare

che, in un momento qualsiasi, la somma dei saldi attivi del Gruppo dei Dieci — per non parlare di tutti i paesi a moneta convertibile che si trovino in una posizione creditoria — possa normalmente limitarsi al solo importo di oro di nuova produzione, anche nel caso in cui i paesi debitori stessero perseguendo attive politiche di aggiustamento. La politica monetaria di un gruppo numeroso di paesi non è in grado di assicurare risultati così precisi. Nella misura in cui ciò non si verifichi, la differenza si rispecchierebbe nei saldi passivi registrati da altri paesi. Si potrebbe dire che i saldi passivi accumulati dai paesi che formano gli anelli più deboli nella catena costituiscono quasi la norma del sistema. Da questo punto di vista, il saldo passivo, che gli Stati Uniti continuano a registrare dall'inizio degli anni cinquanta, ha fornito una copertura ad altri paesi; quando esso verrà eliminato, la necessità di un margine adeguato di incremento delle riserve, che contemporaneamente serva a finanziare con mezzi accettabili fluttuazioni di ragionevole ampiezza nelle bilance dei pagamenti, si manifesterà probabilmente ben presto con tutta la sua evidenza.

Sebbene non manchino certo i suggerimenti, occorre dichiarare che non esiste una soluzione semplice ed evidente di questi problemi. Per il momento ci si rende conto maggiormente di quello che non bisogna fare, che non di ciò che va fatto. Così, per esempio, non è possibile accettare una diminuzione di sovranità, nè utilizzare le risorse liquide per il fabbisogno di capitali a lungo termine, nè soddisfare le necessità globali del sistema, finanziando i persistenti saldi passivi; e non si possono nemmeno adottare proposte che sconvolgano la fiducia nel mercato o conferiscano a paesi detentori di cospicue riserve un inutile potenziale per esportare l'inflazione.

Tutto ciò non significa che non si potranno trovare, attraverso un sistema di cooperazione, i fondi necessari per soddisfare le necessità effettive quando sorgeranno. Perchè, senza la complicazione di un eccessivo saldo passivo degli Stati Uniti, non dovrebbe essere impossibile migliorare le intese già esistenti e studiarne di nuove che offrano reciprocità, copertura dei rischi di cambio e flessibilità nei termini dei rapporti fra attività e passività, includendovi contemporaneamente misure di salvaguardia contro gli abusi. Fatto sta che è più probabile vedere il sistema evolversi in più direzioni mediante l'adozione di provvedimenti concreti e limitati che non di assistere un bel giorno all'introduzione di un sistema completamente nuovo. Non è nella natura delle cose che gli accordi istituzionali siano perfettamente logici oppure che i problemi finanziari vengano risolti definitivamente. Per eliminare permanentemente le difficoltà finanziarie non vi è che il ritorno al baratto e per eliminare permanentemente le difficoltà derivanti dalla bilancia dei pagamenti non vi è che l'autarchia.

#### **Problemi dei paesi in via di sviluppo.**

Nel periodo seguito alla ricostruzione postbellica, il principale problema economico è stato il progresso dei paesi in via di sviluppo. Esso assume

l'importanza di una sfida al tempo presente paragonabile a quella rappresentata dalla depressione e dalla disoccupazione negli anni trenta.

Sebbene, nell'ultimo decennio, i paesi in via di sviluppo, come gruppo, abbiano compiuto visibili progressi, questi sono tuttavia da considerarsi modesti, perchè, per ragioni non precisate, tali paesi si sono lasciati sfuggire l'occasione di sfruttare compiutamente le possibilità loro offerte dall'espansione dinamica in atto nei paesi industriali e dal loro proprio potenziale. La media del saggio di espansione è stata inferiore al 4,5%, con tendenza ad essere alquanto più elevata nei primi anni del decennio che in quelli successivi. Dato l'incremento rapidissimo della popolazione, l'aumento della produzione pro capite è sceso da circa il 2,5 a meno del 2%.

Questa esperienza ha portato al ridimensionamento delle difficoltà insite nello sviluppo economico e ad una migliore comprensione dei molteplici aspetti del problema. Il deterioramento delle ragioni di scambio dei paesi esportatori di materie prime, registrato dal 1954, ha dissipato l'idea che il dedicarsi esclusivamente alla loro produzione avrebbe in modo automatico generato un adeguato saggio di espansione. Pure un'illusione si è dimostrata la speranza che aiuti esteri di ragionevole ampiezza avrebbero provocato un rapido miglioramento dei tenori di vita, così da rendersi presto superflui.

Quantunque gli inconvenienti che essi creano differiscano notevolmente nei singoli paesi, è evidente che alcuni problemi richiederanno molto tempo per poter essere risolti. Fra questi si possono annoverare non soltanto l'educazione ed il controllo dell'incremento della popolazione, ma anche la formazione di una classe di imprenditori e lo sviluppo di un'amministrazione efficiente, nonchè, in taluni paesi, un orientamento più realistico degli obiettivi governativi e la rimozione di barriere feudali, allo scopo di consentire l'evoluzione verso una società economica moderna. Nonostante tali difficoltà sociali e politiche, è, tuttavia, possibile aumentare considerevolmente la produzione economica; basta osservare gli ampi divari che esistono fra i saggi di espansione dei diversi paesi. Per compiere più rapidi progressi, è necessario che i paesi industriali diano, nelle loro politiche economiche, a questo problema un ordine di priorità commensurabile alla sua importanza; ed è ugualmente indispensabile che i paesi in via di sviluppo si attengano a politiche intese ad assicurare libertà d'azione e stimolo a forze di mercato progressive.

Sotto l'aspetto economico, i vari fattori che concorrono allo sviluppo confluiscono nella bilancia dei pagamenti. Ciò di cui si ha bisogno, nella fattispecie, non è tuttavia un equilibrio statico, ma un incremento dinamico delle importazioni ed esportazioni. I beni strumentali necessari per il progresso economico dei paesi in via di sviluppo occorre importarli; lo stesso dicasi per i pezzi di ricambio, le materie prime e persino i beni di consumo. Anche se vi è il concorso di capitali e aiuti esteri, queste importazioni devono essere finanziate con un sano incremento delle esportazioni. Nel caso tipico di un paese, il cui progresso economico ha proceduto con lentezza, l'ostacolo principale è stato costituito dalle difficoltà derivanti dalla bilancia dei pagamenti.

Dal punto di vista dell'ordine di priorità ai fini dello sviluppo, due problemi assumono speciale importanza: la produzione di generi alimentari e l'industrializzazione. La produzione di derrate alimentari, oltre l'insufficienza per i bisogni di una società di tipo industriale, manifesta la tendenza a essere in ritardo rispetto all'incremento della popolazione, sicchè è necessario migliorare il rendimento dell'agricoltura per evitare il crescente drenaggio degli introiti in valute. E, dati i limiti dell'espansione delle materie prime, l'industrializzazione deve rappresentare il fattore principale per aumentare le esportazioni e per conseguire il progresso economico all'interno del paese.

Negli anni successivi alla guerra di Corea, il mantenimento della posizione della bilancia dei pagamenti da parte della maggioranza dei paesi in via di sviluppo ha rappresentato una lotta ininterrotta contro il deterioramento delle ragioni di scambio. Mentre i prezzi all'esportazione delle loro materie prime hanno mostrato una tendenza discendente, i prezzi all'importazione hanno continuato a crescere senza interruzione. Nonostante che, durante tali anni, l'assistenza estera sia andata aumentando, le bilance dei pagamenti hanno spesso registrato saldi passivi e le riserve si sono ridotte. Dal 1955 al 1961, le riserve globali dei suddetti paesi sono passate da \$11 a 9 miliardi e, in complesso, soltanto i paesi produttori di petrolio sono riusciti a non ridurre le proprie riserve.

Sotto questo aspetto, la situazione ha notevolmente progredito negli anni più recenti. In seguito alla notevole espansione dell'attività economica nell'America settentrionale e nell'Europa occidentale, i prezzi delle materie prime si sono consolidati e le ragioni di scambio dei paesi in via di sviluppo sono migliorate. In aggiunta, dopo alcuni anni nè buoni, nè cattivi, il 1963-64 è stato un anno relativamente favorevole per la produzione dei generi alimentari, con l'importante eccezione dell'India. Di conseguenza, il disavanzo commerciale globale di tali paesi si è ridotto da \$3,4 e 2,5 miliardi nel 1961 e 1962 a \$1 e 0,3 miliardi nel 1963 e 1964. Dalla fine del 1962 alla metà del 1964, le riserve sono aumentate di \$1,2 miliardi, sebbene nella seconda metà del 1964 si sia notata una lieve inversione nella tendenza.

Siccome è da sperare che la tendenza al deterioramento delle ragioni di scambio si sia definitivamente arrestata, le condizioni sono ora più favorevoli per un notevole incremento nel saggio di espansione dell'economia. Il risultato dipende, tuttavia, dalla fermezza e dalla scelta degli obiettivi delle rispettive politiche economiche. Tanto i paesi industriali, quanto quelli in via di sviluppo, devono valutare realisticamente ciò che è necessario per conseguire lo scopo.

L'assistenza dei paesi industriali è richiesta nei settori dell'aiuto economico e degli scambi. La necessità di fare ricorso all'assistenza di altri paesi per stimolare l'espansione economica non è diminuita, ma, a causa dei crescenti pagamenti per interessi e per l'ammortamento di crediti precedentemente ricevuti, l'afflusso netto di donazioni e prestiti ha manifestato la tendenza a declinare. Per compensare anche soltanto questa tendenza, è essenziale che una aliquota ancora maggiore dell'assistenza sotto forma di

capitali venga offerta a titolo di donazione e che la durata dei prestiti sia notevolmente prolungata.

Ma un sano sviluppo che sia duraturo e consenta, in futuro, un rallentamento dell'aiuto economico esige che vengano aperte correnti di scambio in grado di espandersi. La politica commerciale dei paesi industriali deve contribuire al conseguimento di questo scopo, eliminando le barriere che ostacolano le esportazioni dell'industria leggera dei paesi in via di sviluppo. Questi ultimi hanno bisogno di quantità crescenti di manufatti prodotti dalla tecnica più progredita dei paesi industriali; i vantaggi che si possono ritrarre da tali scambi sono reciproci.

Per i paesi in via di sviluppo il problema presenta, senza dubbio, aspetti molteplici, ciascuno dei quali ha le sue difficoltà. Ma ve n'è uno di grandissima importanza, che può essere ricordato in questa sede, perchè interessa il settore della politica finanziaria.

E' un fatto sorprendente che circa un terzo dei paesi in via di sviluppo abbiano una moneta sopravvalutata rispetto ai tassi di cambio ufficiali (e l'aliquota di questi paesi risulta assai più alta, qualora sia calcolata in base alle rispettive popolazioni). Questo fatto è dimostrato dall'estensione dei controlli valutari e dalle restrizioni quantitative, nonchè, in alcuni casi, dai sussidi all'esportazione o dai cambi multipli. Persino nei paesi molto progrediti, livelli di costi e prezzi, anche di poco superiori a quelli esteri, hanno per conseguenza un ristagno della produzione, un aumento della disoccupazione e una tendenza all'insorgere di difficoltà nella bilancia dei pagamenti. E' chiaro quanto più importante debba essere tutto ciò per quelli tra i paesi in via di sviluppo, la cui moneta è sopravvalutata in misura assai superiore e nei quali il processo di espansione si trova anche a dover fronteggiare le difficoltà di fondo dovute alla scarsità di capitali, alla mancanza di conoscenza tecnologica, al modesto numero di imprenditori e di lavoratori specializzati.

La causa di questa situazione è, ovviamente, l'inflazione. E' un fatto sconcertante che il periodo postbellico sia stato caratterizzato da un'inflazione quasi senza interruzione. Per la maggior parte dei paesi industriali e per alcuni di quelli in via di sviluppo, tale condizione è stata giustamente descritta come inflazione strisciante. Questa è già di per sè un male, al quale non abbiamo ancora imparato a porre rimedio. Ma si sono avute almeno alcune compensazioni: l'espansione è stata, generalmente, rapida ed è stato mantenuto un alto livello di occupazione, sebbene anche l'inflazione strisciante abbia, in periodi diversi, creato difficoltà in vari paesi.

Però, quando l'inflazione è così severa da portare ad un cambio sopravvalutato, con tutti gli artifici che ne conseguono, vuol dire che essa ostacola veramente il progresso economico. L'affermazione che quanto più la moneta di un paese è sopravvalutata, tanto maggiore è l'ostacolo posto sulla via dello sviluppo economico, ha quasi valore di legge economica.

Le conseguenze tipiche sono assai note: le restrizioni sulle importazioni ed i controlli valutari si fanno sempre più rigorosi; gli investimenti sono

diretti a ridurre le importazioni e si introducono programmi per incrementare le esportazioni; e, siccome il settore privato ristagna per mancanza di prodotti e attrezzature essenziali, i piani tendono a convogliare le risorse verso il settore pubblico. A prescindere dal fatto che la moneta sopravvalutata è causa di perdite per la bilancia dei pagamenti, in quanto provoca la fuga del risparmio all'estero, l'inconveniente del sistema è che le industrie del settore pubblico non producono, generalmente, per le esportazioni.

Quando si verifica una situazione di questo genere, viene ripetutamente affermato, talvolta persino da esportatori, che i prezzi all'esportazione sono competitivi. Ma non è questo il punto. Non sono i prezzi delle merci esportabili che non sono concorrenziali, ma quelli dei beni che non possono essere esportati. Il nocciolo della questione è che il livello non competitivo dei costi fa sì che, negli ambienti commerciali, la potenziale produzione di nuovi beni destinati all'esportazione non venga nemmeno presa in seria considerazione. La moneta sopravvalutata implica, in termini monetari, costi eccessivi per la mano d'opera ed è utilizzando al massimo questo fattore produttivo che tali paesi potranno conseguire un livello di esportazioni fiorenti e un adeguato saggio di espansione.

E' molto significativo che nelle economie totalmente pianificate si sia verificato un deciso movimento verso l'introduzione di cambi più aderenti alla realtà, nonché verso il decentramento della pianificazione. Ciò è stato ritenuto opportuno, allo scopo di conferire alle forze e ai prezzi di mercato un'importante funzione nel determinare la destinazione delle risorse e nel provvedere un modello di produzione efficiente.

L'esperienza stessa dei paesi in via di sviluppo conferma questo punto di vista sulla questione. Sono proprio i paesi con una limitata inflazione e che hanno evitato i cambi artificiali, senza creare un esteso apparato di controllo, che hanno conseguito i migliori risultati per quanto riguarda lo sviluppo economico.

Il comportamento di tali paesi dimostra pure che l'inflazione non è implicita nel processo di sviluppo. In generale, essa è provocata da due cause importanti. La prima è da ascrivere alle entrate fiscali insufficienti per contribuire agli investimenti nel settore pubblico, senza fare ricorso a finanziamenti di natura inflazionistica. Sebbene spesso le aliquote tributarie siano assai alte, la struttura del sistema fiscale ha, generalmente, una base troppo ristretta ed un'applicazione inadeguata. La seconda causa è costituita dalla politica dei prezzi seguita dalle imprese pubbliche. Tali prezzi sono spesso stati mantenuti ad un basso livello, nonostante i costi crescenti dovuti alla stessa inflazione. La conseguenza è che le imprese pubbliche non hanno registrato utili in misura tale da consentire loro di contribuire al finanziamento dei propri investimenti. Difatti, esse diventano un meccanismo per sovvenzionare i consumi, e questo non è il sistema che conduce allo sviluppo economico.

Occorre notare che, tenuto conto dell'aiuto economico e dei capitali ricevuti dall'estero, i programmi d'investimento dei paesi in via di sviluppo

non hanno generalmente assorbito un'aliquota troppo elevata dei rispettivi prodotti nazionali. E' piuttosto il loro finanziamento che ha portato all'inflazione e a cambi non realistici. La correzione di queste distorsioni è essenziale se si vuole che il processo di sviluppo offra la possibilità di espandere le esportazioni.

Siccome molto è stato detto e scritto su questo argomento, scopo di questa breve discussione non è di gettare nuova luce sui problemi dei paesi in via di sviluppo, ma di contribuire ad attirare una maggiore attenzione su di essi e di sottolineare, ancora una volta, l'importanza che, per la loro soluzione, avrà l'orientamento della politica economica.

## PARTE II

### RASSEGNA MONETARIA ED ECONOMICA.

#### I. SVILUPPI E POLITICHE DEL CREDITO.

Durante lo scorso anno all'incirca, la politica monetaria nella maggioranza dei paesi è stata prevalentemente guidata da preoccupazioni di carattere interno.

Nei paesi continentali dell'Europa occidentale, caratterizzati da diffusi saldi attivi verso l'estero, le misure di restrizione del credito sono state applicate quasi universalmente come strumento per combattere le pressioni inflazionistiche interne. Una eccezione è costituita dall'Italia, dove il rapido passaggio dal saldo passivo a quello attivo, unitamente alla flessione della domanda interna, ha reso possibile, dopo la primavera del 1964, il ritorno ad una politica del credito non più restrittiva. Analogo sviluppo si è verificato in Giappone verso la fine del 1964.

Nel Regno Unito, dopo che agli inizi del 1964 era stato aumentato il saggio di sconto a titolo precauzionale, la politica monetaria si era proposta fra i suoi scopi essenziali quello di facilitare la rapida ripresa degli investimenti fissi allora avviata. Nell'autunno, peraltro, le preoccupazioni relative alla posizione verso l'estero assunsero importanza preminente, per cui le autorità furono indotte ad elevare il saggio di sconto al 7%; nella primavera del 1965 esse hanno poi rivolto un invito alle banche di effettuare speciali depositi nonchè imposto limitazioni quantitative al credito bancario.

Negli Stati Uniti, nonostante il forte impulso all'espansione economica impresso nel corso degli ultimi due anni dalla politica fiscale, nel 1964 le autorità monetarie hanno continuato a mantenere per il credito condizioni di sostanziale abbondanza. Tenuto conto che la disoccupazione costituiva ancora un problema, esse si astennero da restrizioni generali del credito dettate da motivi inerenti alla bilancia dei pagamenti. All'inizio del 1965, in concomitanza con l'introduzione del programma volontario per limitare il deflusso di capitali, le autorità hanno tuttavia fatto sì che le banche siano venute a trovarsi in una situazione di crescente pressione esercitata dalle riserve.

In termini generali, il problema che si pone per effetto del conflitto fra obiettivi esterni e interni della politica economica ha continuato ad essere molto diffuso. Laddove non è sembrato possibile dare una soluzione a questa

divergenza mediante un impiego più flessibile di strumenti generali di politica economica, vi è stata la tendenza dei paesi ad adottare misure selettive che operano più direttamente sulle bilance dei pagamenti, e in ispecie sui movimenti di capitali. Gli strumenti selettivi, infatti, possono offrire in un periodo breve un aiuto per eliminare tali conflitti, ma, come regola, il ricorso ad essi non dovrebbe avere altro scopo che di offrire un periodo di respiro ragionevole per effettuare un riequilibrio di natura più radicale.

Nella prima parte di questo capitolo, vengono esaminati gli sviluppi comparativi del risparmio e degli investimenti, nonché i loro riflessi sul mercato dei capitali, sui saggi di interesse, sul credito bancario e sulla formazione della liquidità. Nella seconda parte, sono descritti, per paesi, gli obiettivi che le autorità si sono proposte e le misure all'uopo adottate, che hanno concorso a determinare gli sviluppi indicati.

### **Sviluppi comparativi del credito e dei mercati dei capitali.**

*Evoluzione nella fisionomia del risparmio e degli investimenti.* Negli anni recenti, nei paesi dell'Europa continentale il notevole aumento nei livelli dei saggi d'interesse ha rispecchiato una vivace domanda nel settore degli investimenti, accompagnata da una relativa flessione nella formazione del risparmio nazionale. All'incirca dal 1960 al 1963, in numerosi paesi il risparmio ha manifestato la tendenza a declinare in rapporto al prodotto nazionale. La situazione è stata in larga misura caratterizzata dalla tendenza degli aumenti salariali a superare gli incrementi della produttività, proprio nel momento in cui le imprese, particolarmente nel settore dell'esportazione, si sono trovate nell'impossibilità di trasferire i costi crescenti attraverso prezzi più elevati. La riduzione che ne è derivata nel risparmio aziendale non è stata compensata in misura di qualche rilievo da uno sviluppo del risparmio personale. Per di più, la politica di bilancio non è stata di regola abbastanza restrittiva da determinare un aumento compensatore nel risparmio del settore pubblico, e in alcuni casi si è verificato perfino un relativo declino.

E' degno di rilievo che, negli anni 1960-63, gli investimenti interni si sono mantenuti ad un livello elevato, e spesso sono aumentati, considerati come aliquota del prodotto nazionale. Sebbene vi sia stata una contrazione nei margini di profitto, lo sviluppo della domanda finale, congiuntamente alla disponibilità di mezzi alternativi di finanziamento, ha contribuito a mantenere gli investimenti per impianti e attrezzature. La domanda nel settore dell'edilizia è stata caratterizzata da un "boom" nella maggioranza dei paesi, in conseguenza dei crescenti redditi personali e dell'abbondanza di credito. In questi anni, pertanto, il declino verificatosi nel risparmio relativamente agli investimenti fissi ha avuto, come principale contropartita, un deterioramento nella bilancia delle partite correnti. In alcuni paesi, vi è stata, però, anche una sensibile diminuzione nel saggio di accumulazione delle scorte.

Durante il 1963 e la maggior parte del 1964, nei paesi continentali dell'Europa occidentale, i rapporti fra risparmio e investimenti hanno subito

Risparmio nazionale e investimenti (al lordo).

| Paesi  | Anni              | Risparmio nazionale lordo |         |                    | Totale risparmio e investimenti | Investimenti interni lordi          |                         |                         |                            |
|--|-------------------|---------------------------|---------|--------------------|---------------------------------|-------------------------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------------|
|  |                   | Settore personale         | Imprese | Autorità pubbliche |                                 | Formazione dei capitali fissi lordi |                         | Variazioni nelle scorte | Saldo netto verso l'estero |
|  |                   |                           |         |                    |                                 | Edilizia                            | Impianti e attrezzature |                         |                            |
| In percentuale del prodotto nazionale lordo, a prezzi di mercato |                   |                           |         |                    |                                 |                                     |                         |                         |                            |
| Belgio . . . . .   | 1960              | 7,7                       | 11,6    | -0,5               | 18,8                            | 5,1                                 | 13,5                    | -0,0                    | 0,2                        |
|  | 1963              | 6,7                       | 11,7    | 1,1                | 19,5                            | 4,2                                 | 15,5                    | 0,1                     | -0,3                       |
|  | 1964              | 6,6                       | 11,4    | 1,9                | 19,9                            | 4,5                                 | 16,2                    | 0,3                     | -1,1                       |
| Danimarca . . . . .  | 1960              | 15,6                      |         | 6,1                | 21,7                            | 3,2                                 | 16,2                    | 3,4                     | -1,1                       |
|  | 1963              | 15,3                      |         | 4,5                | 19,8                            | 3,4                                 | 16,1                    | 0,0                     | 0,3                        |
|  | 1964              | .                         |         | .                  | 21,1                            | 3,2                                 | 17,9                    | 2,1                     | -2,1                       |
| Finlandia . . . . .  | 1960              | 7,6                       | 9,9     | 11,5               | 29,0                            | 5,7                                 | 23,3                    | 0,9                     | -0,9                       |
|  | 1963              | 8,8                       | 11,3    | 5,1                | 25,2                            | 6,2                                 | 18,0                    | 1,3                     | -0,3                       |
|  | 1964              | 7,2                       | 10,6    | 5,8                | 23,6                            | 4,9                                 | 21,1                    | 2,1                     | -2,4                       |
| Francia . . . . .  | 1960              | 8,9                       | 8,8     | 3,7                | 21,4                            | 4,7                                 | 13,9                    | 2,4                     | 0,4                        |
|  | 1963              | 8,9                       | 7,9     | 3,6                | 20,3                            | 5,2                                 | 14,8                    | 1,1                     | -0,8                       |
|  | 1964              | 8,8                       | 7,9     | 4,7                | 21,4                            | 5,7                                 | 14,8                    | 2,1                     | -1,2                       |
| Germania . . . . .   | 1960              | 6,4 <sup>1</sup>          | 13,8    | 7,8                | 28,0                            | 5,8                                 | 18,0                    | 2,9                     | 1,3                        |
|  | 1963              | 7,4 <sup>1</sup>          | 11,4    | 7,1                | 25,9                            | 6,0                                 | 19,2                    | 0,6                     | 0,1                        |
|  | 1964              | 8,1 <sup>1</sup>          | 11,9    | 7,7                | 27,7                            | 6,3                                 | 20,6                    | 0,7                     | 0,1                        |
| Italia . . . . .   | 1960              | 21,4                      |         | 3,4                | 24,8                            | 5,5                                 | 16,8                    | 1,5                     | 1,0                        |
|  | 1963              | 19,1                      |         | 3,6                | 22,7                            | 6,6                                 | 16,8                    | 0,8                     | -1,5                       |
|  | 1964              | 19,2                      |         | 3,7                | 22,9                            | 7,1                                 | 14,0                    | 0,5                     | 1,3                        |
| Norvegia . . . . .   | 1960              | 18,9                      |         | 6,4                | 25,3                            | 4,1                                 | 22,2                    | 1,2                     | -2,2                       |
|  | 1963              | 19,9                      |         | 6,7                | 26,6                            | 4,3                                 | 26,1                    | -0,4                    | -3,4                       |
|  | 1964              | 21,2                      |         | 6,6                | 27,8                            | 4,0                                 | 24,7                    | 0,3                     | -1,2                       |
| Paesi Bassi . . . . .  | 1960              | 9,5                       | 14,3    | 5,9                | 29,7                            | 4,2                                 | 19,3                    | 3,3                     | 2,9                        |
|  | 1963              | 7,7                       | 12,5    | 5,8                | 26,0                            | 4,0                                 | 20,0                    | 1,3                     | 0,7                        |
|  | 1964              | 8,0                       | 12,2    | 6,8                | 27,0                            | 4,8                                 | 20,6                    | 2,7                     | -1,1                       |
| Regno Unito . . . . .  | 1960              | 5,3                       | 11,1    | 1,7                | 17,3 <sup>2</sup>               | 3,0                                 | 13,1                    | 2,3                     | -1,1                       |
|  | 1963              | 5,6                       | 10,0    | 1,7                | 17,1 <sup>2</sup>               | 3,2                                 | 13,1                    | 0,5                     | 0,3                        |
|  | 1964              | 5,7                       | 10,8    | 2,4                | 18,3 <sup>2</sup>               | 3,7                                 | 14,1                    | 1,6                     | -1,1                       |
| Svezia . . . . .   | 1960              | 6,6                       | 9,9     | 7,0                | 23,5                            | 5,1                                 | 17,1                    | 2,2                     | -0,9                       |
|  | 1963              | 6,6                       | 7,1     | 9,1                | 22,8                            | 5,7                                 | 17,7                    | -0,2                    | -0,4                       |
|  | 1964              | 6,3                       | 8,6     | 9,0                | 23,9                            | 6,0                                 | 17,8                    | 0,5                     | -0,3                       |
| Svizzera . . . . .   | 1960              | 4,0                       | 12,5    | 10,4               | 26,9                            | 7,0                                 | 16,4                    | 2,7                     | 0,8                        |
|  | 1963              | 5,0                       | 11,9    | 9,7                | 26,6                            | 7,0                                 | 21,5                    | 1,4                     | -3,3                       |
|  | 1964              | .                         | .       | .                  | 27,5                            | 7,7                                 | 22,1                    | 1,5                     | -3,8                       |
| Stati Uniti . . . . .  | 1960              | 4,3                       | 10,1    | 3,7 <sup>3</sup>   | 17,5 <sup>2</sup>               | 4,3 <sup>3</sup>                    | 12,2 <sup>2</sup>       | 0,7                     | 0,3                        |
|  | 1963              | 4,7                       | 10,1    | 2,7 <sup>3</sup>   | 17,5 <sup>2</sup>               | 4,5 <sup>3</sup>                    | 11,8 <sup>2</sup>       | 0,7                     | 0,8                        |
|  | 1964              | 5,2                       | 10,4    | 2,1 <sup>2</sup>   | 17,9 <sup>2</sup>               | 4,3 <sup>3</sup>                    | 12,2 <sup>2</sup>       | 0,6                     | 0,8                        |
| Canada . . . . .   | 1960              | 4,2                       | 14,3    | 2,4                | 20,8 <sup>2</sup>               | 4,0                                 | 18,8                    | 1,1                     | -3,2                       |
|  | 1963              | 5,7                       | 14,1    | 2,7                | 22,1 <sup>2</sup>               | 4,0                                 | 17,8                    | 1,1                     | -1,2                       |
|  | 1964              | 4,6                       | 14,6    | 3,9                | 23,0 <sup>2</sup>               | 4,3                                 | 18,7                    | 0,8                     | -0,9                       |
| Giappone . . . . .   | 1960              | 17,1                      | 13,2    | 8,2                | 37,0 <sup>2</sup>               | 2,3                                 | 29,1                    | 5,0                     | 0,4                        |
|  | 1963              | 17,4                      | 13,4    | 9,0                | 36,8 <sup>2</sup>               | 3,2                                 | 29,8                    | 5,1                     | -1,3                       |
|  | 1964 <sup>4</sup> | 16,3                      | 13,8    | 8,1                | 38,2                            | 3,8                                 | 31,5                    | 4,1                     | -1,2                       |

<sup>1</sup> Compresi gli ammortamenti dell'edilizia di tipo residenziale. <sup>2</sup> Incluso un errore residuo. <sup>3</sup> Compresa, come elemento tanto del risparmio quanto degli investimenti, l'edilizia pubblica di tipo civile. <sup>4</sup> Stime.

un'evoluzione piuttosto differenziata. In numerosi paesi le spese per impianti e attrezzature hanno registrato una notevole accelerazione e gli investimenti sono diventati un fattore della domanda più attivo dei consumi. In alcuni paesi, fra cui Germania, Paesi Bassi, Belgio e Finlandia, l'acceleramento si è svolto in stretto parallelismo con uno sviluppo più rapido delle esportazioni. In altri paesi, come Austria, Danimarca e Svizzera, in cui tali investi-

menti hanno presentato un forte aumento, l'espansione nelle esportazioni, sebbene non superiore a quella del 1963, è stata tuttavia cospicua. In Italia, invece, gli investimenti in impianti e attrezzature sono risultati nel 1964 molto inferiori mentre in Francia la spesa relativa da parte di società private si è stabilizzata verso la fine dell'anno. In Svezia gli investimenti industriali hanno manifestato la tendenza a ristagnare sebbene ad un alto livello.

Sebbene i dati riportati nella tabella non facciano distinzione fra investimenti pubblici e privati, in molti paesi le spese del settore pubblico per capitali fissi, soprattutto da parte delle autorità locali, sembrano avere registrato incrementi insolitamente cospicui.

Nel settore dell'edilizia, l'attività è stata agevolata da condizioni atmosferiche particolarmente favorevoli nel 1964, per cui, nella maggioranza dei paesi continentali, anche gli investimenti sono cresciuti considerevolmente in rapporto al prodotto nazionale lordo. Persino in Italia, il numero delle costruzioni terminate è aumentato, sebbene quello delle nuove costruzioni iniziate sia stato sensibilmente inferiore.

Infine, nell'Europa continentale, nonostante le condizioni prevalenti di restrizione del credito, gli investimenti nelle scorte sono stati generalmente più ampi che nel 1963. Vi hanno contribuito gli abbondanti raccolti agricoli, l'aumento dei prezzi delle merci a mercato internazionale verificatosi al principio dell'anno e, in alcuni casi, l'accumulazione dovuta a fattori involontari.

Praticamente in tutti i paesi dell'Europa continentale, il risparmio nazionale lordo si è alquanto ripreso in rapporto al prodotto nazionale lordo. In molti di tali paesi il rapido sviluppo degli investimenti e delle esportazioni sembra aver contribuito a determinare un aumento del risparmio aziendale, che, a sua volta, ha impresso uno stimolo ai programmi di investimento. Sembra anche, peraltro, che in vari paesi la erosione dei margini di profitto si sia alquanto attenuata come risultato di richieste salariali più moderate, di considerevoli incrementi della produttività e, non certo di minore importanza, di modificazioni di prezzi all'insù. In Italia, invece, la misura in cui i margini di profitto hanno subito una riduzione ha influito, lo scorso anno, nel senso di ostacolare una ripresa degli investimenti. Anche in Francia, dove il controllo dei prezzi ha avuto larga applicazione, e, in Belgio, in alcuni settori, il margine per autofinanziamenti sembra essersi ridotto nel 1964.

Il risparmio del settore personale in rapporto al prodotto nazionale lordo ha registrato un cospicuo aumento in Germania e, in minor misura, nei Paesi Bassi. Tuttavia, anche in alcuni altri paesi, quali Belgio e Francia, la propensione al risparmio del settore personale è migliorata. Perchè, sebbene in tali paesi gli sviluppi del bilancio pubblico abbiano limitato l'espansione relativa dei redditi personali disponibili, il risparmio del settore personale in rapporto al prodotto nazionale lordo, è risultato all'incirca uguale a quello del 1963.

Soltanto in alcuni paesi, come Belgio, Francia, Germania e Paesi Bassi, il risparmio del settore pubblico ha subito un incremento notevole. Nei paesi del Mercato comune, nel corso del 1964 la politica adottata è stata quella di contenere la spesa pubblica entro i limiti imposti dalla progressione del prodotto nazionale reale. Pur avendo avuto generalmente difficoltà nel conseguire questo risultato, le autorità, in alcuni casi, in conseguenza di forti aumenti salariali, sono state in grado di contenere lo sviluppo del consumo pubblico reale in rapporto a quello verificatosi in altri paesi dell'Europa continentale. Fra questi ultimi, i maggiori aumenti nel consumo pubblico, relativamente al prodotto nazionale reale, si sono avuti in Svizzera, Austria e Finlandia.

Non è agevole individuare quali siano stati i nessi causali fra recenti variazioni nel risparmio nazionale e negli investimenti interni e saldo verso l'estero. Nella maggioranza dei paesi dell'Europa occidentale, dove il risparmio è aumentato relativamente al prodotto nazionale, gli investimenti fissi interni sono normalmente cresciuti in misura molto superiore. Questo sviluppo è stato accompagnato (in molti casi direttamente) da un forte incremento nelle importazioni e, in minor misura, da un limitato deterioramento nel saldo netto del conto beni e servizi. Nei Paesi Bassi e in Danimarca, e probabilmente anche in Francia, l'accumulazione di scorte importate ha contribuito a questo deterioramento.

Tuttavia, in alcuni paesi dell'Europa continentale tale evoluzione si è svolta in modo piuttosto diverso. In Svezia, il risparmio è salito proporzionalmente agli investimenti interni, sebbene non siano mancati aumenti nei costi e nei prezzi, mentre il saldo nei conti con l'estero non ha subito sensibili modificazioni. In Italia, nel 1964, il saggio del risparmio ha manifestato la tendenza a stabilizzarsi, mentre una cospicua diminuzione negli investimenti interni ha contribuito a determinare un miglioramento della bilancia dei pagamenti. In Norvegia, il saggio del risparmio è stato incrementato, e contemporaneamente gli investimenti, principalmente in nuove navi, sono rallentati, dando luogo ad un saldo più favorevole verso l'estero.

Negli Stati Uniti, la debolezza della domanda in anni precedenti ha rispecchiato un potenziale sia di risparmio che di investimenti non usufruito. Pertanto, la riduzione delle imposte introdotta lo scorso anno, mentre ha prodotto un disavanzo alquanto maggiore nel bilancio del governo federale, ha contribuito ad un aumento più che proporzionale negli investimenti e nel risparmio privati. Nello stesso senso ha influito il più cospicuo avanzo verificatosi nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

Nel 1964, il Regno Unito ha registrato un forte aumento in tutte le categorie di investimenti: investimenti fissi aziendali e accumulazione di scorte, edilizia privata, spese per impianti e attrezzature da parte delle industrie nazionalizzate, nonché investimenti del governo e delle autorità locali. Nel settore pubblico, come in quello privato, il risparmio ha segnato un ritardo, contribuendo in tal modo al deterioramento delle partite correnti nei conti con l'estero.

*Mercati dei capitali e saggi d'interesse a lungo termine.* Attualmente, nei paesi dell'Europa continentale i saggi d'interesse a lungo termine sono notevolmente più elevati di quanto non fossero circa due anni or sono, allorché il movimento generale verso l'applicazione di restrizioni nel credito era appena avviato. Nella maggioranza dei paesi, le variazioni hanno rispecchiato la tendenza degli investimenti ad essere superiori al risparmio, per di più in un'atmosfera di inflazione che, in qualche caso, ha contribuito a rendere più accentuata la preferenza per le attività liquide. Per quanto concerne le misure generali di politica economica, una diminuzione della pressione all'insù sui saggi d'interesse, a prescindere da un rallentamento degli stessi programmi di investimento, è stata possibile facendo ricorso essenzialmente a due strumenti: un più severo contenimento del bilancio e politiche dei redditi più efficaci.

Ciò non di meno, in una situazione di crescente attività economica, lo spostamento verso livelli più elevati dei saggi d'interesse a lungo termine è servito in molti paesi ad attirare verso il mercato dei capitali un più ampio volume di fondi. In Svizzera le emissioni sono di nuovo aumentate nel 1964, dopo aver già registrato un cospicuo incremento nel 1963, mentre in Belgio le emissioni hanno presentato un'imponente ripresa dal basso livello dell'anno precedente. Anche in Germania, le emissioni si sono accresciute con ritmo vivace, sebbene gli acquisti netti esteri di obbligazioni tedesche siano scesi ad un importo trascurabile. In Svezia e nei Paesi Bassi, i rendimenti assai più elevati hanno pure fatto aumentare sensibilmente il volume di fondi a più lungo termine, sebbene questi ultimi abbiano assunto la forma di prestiti piuttosto che di nuove emissioni. In Spagna un notevole quantitativo di emissioni di capitali è stato agevolato dalla posizione di abbondante liquidità delle banche, che hanno partecipato attivamente alle sottoscrizioni per aumentare i loro averi in titoli.

La misura in cui le politiche di bilancio e di gestione del debito pubblico hanno influito sui mercati dei capitali si rispecchia, in parte, nell'andamento delle nuove emissioni. In Francia, dove il bilancio è passato da un disavanzo nel 1963 ad un equilibrio virtuale nel 1964, il Tesoro ha lanciato un solo prestito pubblico in confronto ai due prestiti dell'anno precedente. In Belgio, il disavanzo generale di bilancio si è ridotto di alquanto, ma il Tesoro ha intensificato considerevolmente le sue operazioni di prestito sul mercato dei capitali. Ciò, peraltro, ha denotato la migliorata ricettività del mercato, ponendo il Tesoro in condizioni di ridurre il suo indebitamento a breve verso l'estero. In Germania, il governo federale, che nel 1964 ha accumulato un disavanzo di cassa più modesto, ha ricorso in misura inferiore al mercato dei capitali e, in generale, le emissioni del settore pubblico hanno incontrato una certa resistenza sul mercato. In Italia, ove la domanda del pubblico per acquisto di titoli a lungo termine si è mantenuta scarsa, il Tesoro ha limitato il suo ricorso netto, diretto e indiretto, al mercato dei capitali.

Nei Paesi Bassi, nel 1964 il governo, pur essendo aumentate le sue necessità di finanziamento, ha contratto le proprie nuove emissioni. A differenza del 1963, anno in cui il saldo attivo della bilancia dei pagamenti

**Mercato dei capitali: Nuove emissioni (al netto).**

| Paesi                              | Anni | Settore pubblico                      |  | Settore privato <sup>1</sup> |                    | Emis-<br>sioni<br>estere | Totale | Emis-<br>sioni<br>private<br>ed<br>estere | Totale |
|------------------------------------|------|---------------------------------------|--|------------------------------|--------------------|--------------------------|--------|---|--------|
|                                    |      | Governo                               | Auto-<br>rità<br>locali e<br>organi<br>pub-<br>blici | Azioni                       | Obbli-<br>gazioni  |                          |        |   |        |
|                                    |      | miliardi di unità monetarie nazionali |  |                              |                    |                          |        |   |        |
| Belgio . . . . .                   | 1962 | 17,90                                 | 11,50  | 8,85                         | 12,83 <sup>2</sup> | 0,30                     | 51,38  | 3,4                                       | 8,0    |
|                                    | 1963 | 2,87                                  | 7,17   | 6,69                         | 10,98 <sup>2</sup> | 0,08                     | 27,79  | 2,6                                       | 4,0    |
|                                    | 1964 | 7,90                                  | 12,78  | 8,70                         | 5,77 <sup>2</sup>  | .                        | 36,15  | 1,9                                       | 4,6    |
| Danimarca . . . . .                | 1962 | -0,18                                 | —  | 0,13                         | 2,63               | —                        | 2,58   | 5,4                                       | 5,0    |
|                                    | 1963 | -0,19                                 | —  | 0,13                         | 3,43               | —                        | 3,37   | 6,5                                       | 6,2    |
|                                    | 1964 | -0,17                                 | —  | 0,24                         | 3,79               | —                        | 3,86   | 6,6                                       | 6,3    |
| Francia . . . . .                  | 1962 | -0,86                                 | 0,08   | 3,99                         | 4,24               | —                        | 7,45   | 2,3                                       | 2,1    |
|                                    | 1963 | 2,09                                  | 0,15   | 4,17                         | 4,92               | 0,06                     | 11,39  | 2,3                                       | 2,9    |
|                                    | 1964 | 0,55                                  | 0,17   | 5,01                         | 5,44               | 0,15                     | 11,32  | 2,5                                       | 2,6    |
| Germania . . . . .                 | 1962 | 0,66 <sup>3</sup>                     | 1,81   | 1,51                         | 7,06               | 0,10                     | 11,14  | 2,4                                       | 3,1    |
|                                    | 1963 | 1,80 <sup>3</sup>                     | 1,78   | 1,02                         | 8,48               | 0,11                     | 13,19  | 2,6                                       | 3,5    |
|                                    | 1964 | 1,51 <sup>3</sup>                     | 1,79   | 1,61                         | 10,19              | 0,89                     | 15,99  | 3,1                                       | 3,9    |
| Italia . . . . .                   | 1962 | -109                                  | 171 <sup>4</sup>                                     | 715                          | 984                | 30                       | 1.791  | 7,0                                       | 7,2    |
|                                    | 1963 | -200                                  | 129 <sup>4</sup>                                     | 398                          | 1.144              | 14                       | 1.485  | 5,5                                       | 5,2    |
|                                    | 1964 | -8                                    | 159 <sup>4</sup>                                     | 555                          | 1.221              | —                        | 1.927  | 5,7                                       | 6,2    |
| Paesi Bassi . . . . .              | 1962 | -0,09 <sup>5</sup>                    | 0,20   | 0,46                         | 0,30               | 0,14                     | 1,01   | 1,9                                       | 2,1    |
|                                    | 1963 | 0,61 <sup>5</sup>                     | 0,40   | 0,07                         | -0,02              | -0,12                    | 0,94   | —   | 1,8    |
|                                    | 1964 | 0,19 <sup>5</sup>                     | 0,29   | 0,21                         | 0,14               | -0,05                    | 0,78   | 0,5                                       | 1,3    |
| Regno Unito . . . . .              | 1962 | 0,57 <sup>7</sup>                     | 0,14   | 0,26                         | 0,17               | —                        | 1,14   | 1,5                                       | 4,0    |
|                                    | 1963 | -0,12 <sup>7</sup>                    | 0,09   | 0,20                         | 0,24               | 0,02                     | 0,42   | 1,5                                       | 1,4    |
|                                    | 1964 | -0,11 <sup>7</sup>                    | 0,09   | 0,23                         | 0,28               | 0,06                     | 0,55   | 1,7                                       | 1,7    |
| Spagna . . . . .                   | 1962 | 0,47                                  | 4,90   | 14,50                        | 11,08              | —                        | 30,95  | 3,2                                       | 3,9    |
|                                    | 1963 | 5,00                                  | 8,59   | 19,30                        | 20,70              | —                        | 53,59  | 4,8                                       | 6,5    |
|                                    | 1964 | 15,00                                 | 8,33   | 20,12                        | 19,93              | —                        | 63,38  | 4,4                                       | 6,9    |
| Svezia . . . . .                   | 1962 | 0,24                                  | 0,31   | 0,43                         | 3,08               | —                        | 4,05   | 4,7                                       | 5,4    |
|                                    | 1963 | 1,88                                  | 0,35   | 0,36                         | 1,95               | —                        | 4,53   | 2,8                                       | 5,6    |
|                                    | 1964 | 0,11                                  | 0,57   | 0,49                         | 2,94               | —                        | 4,11   | 3,8                                       | 4,6    |
| Svizzera <sup>8</sup> . . . . .    | 1962 | -0,23                                 | 0,18   | 1,81                         | 1,11               | 0,44                     | 3,30   | 7,3                                       | 7,2    |
|                                    | 1963 | -0,33                                 | 0,26   | 1,53                         | 2,19               | 0,53                     | 4,19   | 8,4                                       | 8,3    |
|                                    | 1964 | -0,16                                 | 0,66   | 1,54                         | 2,11               | 0,28                     | 4,43   | 7,1                                       | 8,0    |
| Stati Uniti <sup>9</sup> . . . . . | 1962 | 1,50 <sup>9</sup>                     | 4,60   | 2,40                         | 5,00               | 1,00                     | 14,50  | 1,5                                       | 2,6    |
|                                    | 1963 | 2,50 <sup>9</sup>                     | 5,00   | 1,00                         | 5,30               | 1,00                     | 15,80  | 1,3                                       | 2,7    |
|                                    | 1964 | 0,80 <sup>9</sup>                     | 5,40   | 3,00                         | 6,10               | 0,80                     | 16,10  | 1,6                                       | 2,6    |
| Canada . . . . .                   | 1962 | 0,77 <sup>10</sup>                    | 0,93   | 0,34                         | 0,42               | —                        | 2,46   | 1,9                                       | 6,1    |
|                                    | 1963 | 0,98 <sup>10</sup>                    | 1,30   | -0,06                        | 0,56               | —                        | 2,78   | 1,2                                       | 6,5    |
|                                    | 1964 | 0,20 <sup>10</sup>                    | 1,36   | 0,26                         | 0,70               | —                        | 2,52   | 2,1                                       | 5,4    |
| Giappone . . . . .                 | 1962 | -4                                    | 255  | 873                          | 402                | -4                       | 1.522  | 6,7                                       | 8,0    |
|                                    | 1963 | 16                                    | 355  | 732                          | 537                | 5                        | 1.645  | 5,9                                       | 7,7    |
|                                    | 1964 | 18                                    | 411  | 860                          | 564                | 6                        | 1.859  | 5,8                                       | 7,6    |

<sup>1</sup> Compresa le emissioni degli istituti di credito semipubblici e delle industrie nazionalizzate. <sup>2</sup> Inclusive le emissioni da parte di banche di deposito di obbligazioni di risparmio a medio termine. <sup>3</sup> Variazioni negli averi del mercato in prestiti obbligazionari e obbligazioni del Tesoro a premio. <sup>4</sup> Incluso il ricorso indiretto al credito da parte del Tesoro. <sup>5</sup> Esclusi i pagamenti anticipati in conto sottoscrizioni. <sup>6</sup> Compresa le emissioni collocate privatamente. <sup>7</sup> Variazioni nel debito negoziabile (esclusi i buoni del Tesoro) detenuto dal pubblico. <sup>8</sup> Basati sui dati relativi ai flussi di fondi pubblicati dalla Riserva federale, esclusi i prestiti ipotecari. <sup>9</sup> Variazioni negli averi del pubblico di debito negoziabile con scadenza di uno o più anni. <sup>10</sup> Non detenuti dallo stato.

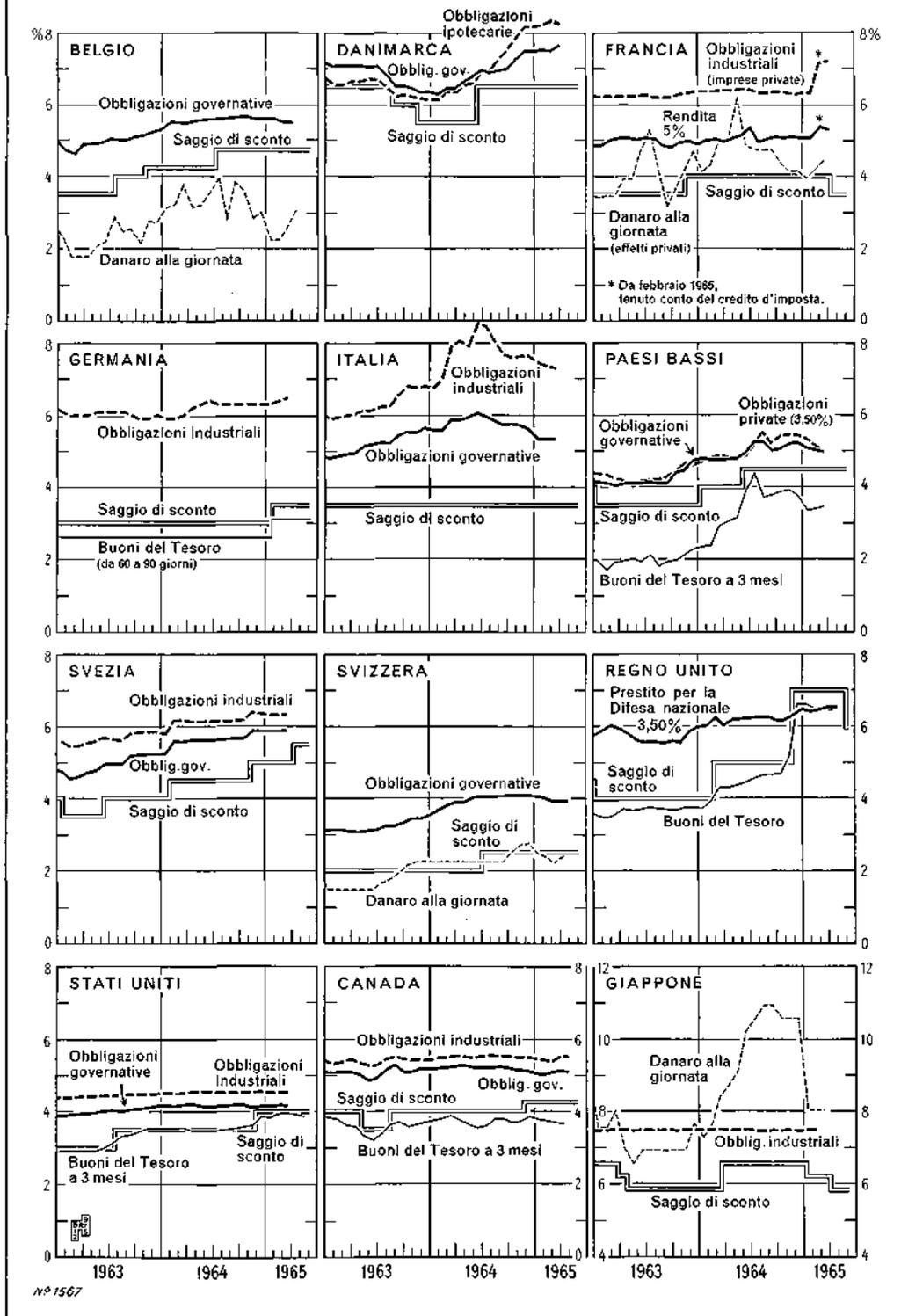
aveva spinto le autorità a emettere prestiti a lungo termine in misura superiore al loro fabbisogno allo scopo di sterilizzare liquidità, nello scorso anno un saldo passivo e la forte domanda di capitali hanno indotto il governo ad assumere un atteggiamento più neutrale. In Svizzera, nel 1964 il rimborso netto di debiti da parte della Confederazione è stato alquanto minore che nell'anno precedente. In Svezia, mentre nel 1964 le emissioni nette di obbligazioni da parte del governo si sono fortemente ridotte, l'ammontare collocato al di fuori della Riksbank e delle banche commerciali è risultato di cor.sv. 695 milioni contro soltanto cor.sv. 175 milioni nel 1963.

In termini generali, il limitato ricorso al mercato dei capitali da parte del governo ha contribuito, in paesi come Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Svizzera, a creare capienza per le emissioni da parte di altri settori. In ogni caso, laddove altri tipi di emissioni subirono un'espansione, si è trattato principalmente di emissioni da parte di autorità locali (per esempio, in Belgio, Svezia e Svizzera) e di emissioni private di obbligazioni ipotecarie (per esempio, in Germania, Danimarca e Svezia). Come regola, le emissioni industriali non hanno registrato variazioni di rilievo. In paesi come Germania, Paesi Bassi e Svizzera, ciò può avere rispecchiato possibilità di autofinanziamento relativamente favorevoli, come pure l'effetto di freno esercitato dagli elevati saggi per il prestito di fondi a lungo termine. Fra alcuni di questi paesi si è verificata un'evoluzione verso il finanziamento a mezzo di emissioni azionarie.

Nello scorso anno, le emissioni estere sul mercato dei capitali tedesco sono aumentate sensibilmente, soprattutto perchè sono esenti dall'imposta che viene applicata sulle cedole delle obbligazioni detenute da non residenti. Le emissioni estere sul mercato svizzero sono state invece limitate per ragioni di politica interna. Il mercato olandese, sul quale era stata autorizzata l'emissione di alcuni prestiti negli anni 1961 e 1962, lo scorso anno è rimasto di nuovo chiuso alle emissioni estere. Lo sviluppo più significativo sul mercato internazionale dei capitali è forse costituito dall'ulteriore espansione nei prestiti in dollari emessi sul mercato di Londra; nel 1964, le sottoscrizioni in contante per tali emissioni sono ammontate a £335 milioni. Dall'introduzione negli Stati Uniti dell'imposta di conguaglio degli interessi, avvenuta nel luglio 1963, l'emissione di prestiti in dollari all'estero è servita da alternativa al ricorso al mercato dei capitali di Nuova York.

I saggi d'interesse a lungo termine, che erano cresciuti notevolmente nel 1963 e all'inizio del 1964, hanno raggiunto un vertice, nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale, più avanti nell'anno; successivamente sono diminuiti di alquanto. In Francia, Svizzera e Belgio, questo fatto ha provocato un rallentamento nella domanda di investimenti. In Italia, esso ha prodotto effetti ancora più profondi, perchè la ricomparsa di un saldo attivo nei conti con l'estero ha consentito il ritorno a condizioni creditizie meno rigorose. Nei Paesi Bassi, la ripresa degli acquisti esteri di titoli, per lo più emissioni pubbliche, ha ridotto di alquanto i saggi a lungo termine nell'autunno; essi hanno tuttavia manifestato la tendenza a mantenersi all'incirca sui loro nuovi livelli. In Germania, l'annuncio dell'introdu-

Saggi d'interesse.



zione di un'imposta sulle cedole delle obbligazioni tedesche detenute da non residenti è stata, in gran parte, la causa di un incremento dei saggi a lungo termine registrato nella prima metà del 1964. In Svezia, dove, di recente, i consumi e la spesa pubblica sono andati crescendo rapidamente, verso la fine del 1964 e all'inizio del 1965 i saggi a lungo termine hanno continuato a muoversi all'insù. In Danimarca i rendimenti dei titoli a lungo termine hanno subito un considerevole incremento, raggiungendo nuovi alti livelli.

Negli Stati Uniti, il rendimento dei titoli governativi a lungo termine, che era salito alquanto nel 1963, nell'anno successivo è rimasto relativamente stabile. Il maggiore flusso di fondi interni ha ridotto la necessità di finanziare il settore delle imprese con capitali provenienti da altri settori. Contemporaneamente, la domanda di fondi ipotecari si è alquanto indebolita, mentre il flusso di capitali a più lungo termine dal settore personale, dalle compagnie di assicurazione e dai fondi pensione è notevolmente aumentato.

Nel Regno Unito, il rendimento dei titoli governativi a lungo termine, dopo aver proceduto di pari passo con il rialzo del saggio ufficiale di sconto del febbraio 1964, si è poi quasi arrestato fin verso la fine dell'autunno. In questo periodo, le società hanno fatto ricorso al mercato dei capitali per massicci finanziamenti, ma le pressioni all'insù esercitate sui saggi d'interesse sono state attenuate in seguito ad una riduzione nella consistenza dei titoli governativi. Quando, in novembre, il saggio ufficiale di sconto è stato nuovamente aumentato, i rendimenti dei titoli a lungo termine hanno incominciato a salire e le nuove emissioni sono diminuite sensibilmente.

*Credito bancario e formazione delle attività liquide.* Nel 1964, le attività estere nette del sistema bancario e, soprattutto, le riserve ufficiali di quasi tutti i paesi dell'Europa continentale hanno registrato incrementi, manifestando perciò la tendenza ad accrescere il volume dei mezzi di pagamento e la liquidità bancaria. In una certa qual misura, il conseguimento di saldi attivi nei conti con l'estero sembra essere stato agevolato dalle restrizioni creditizie vigenti e dagli elevati saggi d'interesse all'interno dei singoli paesi. Svezia, Germania e Belgio, per esempio, hanno potuto trarre vantaggio da un accentuato miglioramento nei termini di pagamento, come spesso avviene quando esiste una situazione di scarsa liquidità all'interno. Nel 1964, l'incremento nelle riserve registrato dalla Svizzera ha rispecchiato in ampia proporzione il rimpatrio di fondi detenuti all'estero, dovuto, in parte, agli sviluppi in altri paesi, ma, in parte, anche alla scarsità di liquidità interna. Nei Paesi Bassi, in Danimarca e in Finlandia, tre nazioni che, nel 1964, hanno accumulato cospicui disavanzi nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti, i massicci afflussi di capitali sono da attribuire parzialmente agli elevati saggi d'interesse.

In linea generale, tuttavia, l'afflusso di fondi stimolato dalla scarsità di liquidità interna non sembra aver influito notevolmente sulla stretta creditizia. Tutti i paesi dispongono ora di svariati strumenti o di tecniche di natura selettiva che impiegano, di tanto in tanto, per disciplinare i movimenti di capitali e governare la liquidità bancaria. Fra di essi si possono citare le

**Sistema bancario: Situazione monetaria.**

| Paesi                      | Anni              | Attività estere nette                 | Credito al settore pubblico | Credito al settore privato | Passività monetarie e quasi monetarie |                     | Risorse liquide <sup>1</sup> | Moneta e quasi moneta <sup>1</sup> |
|----------------------------|-------------------|---------------------------------------|-----------------------------|----------------------------|---------------------------------------|---------------------|------------------------------|------------------------------------|
|                            |                   | Variazioni annuali                    |                             |                            | Consistenza a fine periodo            |                     |                              |                                    |
|                            |                   | miliardi di unità monetarie nazionali |                             |                            |                                       |                     |                              |                                    |
| Austria . . . .            | 1962              | 6,25                                  | - 1,54                      | 5,98                       | 11,09                                 | 94,37               | 20,6                         | 46,8                               |
|                            | 1963              | 4,54                                  | 3,42                        | 4,96                       | 10,52                                 | 104,89              | 20,8                         | 48,7                               |
|                            | 1964              | 2,51                                  | 2,38                        | 11,40                      | 13,50                                 | 118,39              | 20,7                         | 49,9                               |
| Belgio . . . . .           | 1962              | 2,70                                  | 5,80                        | 12,20                      | 21,40                                 | 310,40              | 38,0                         | 46,7                               |
|                            | 1963              | - 1,60                                | 22,50                       | 16,10                      | 32,70                                 | 343,10              | 38,9                         | 47,7                               |
|                            | 1964              | 9,10                                  | 9,20                        | 10,20                      | 25,80                                 | 368,90              | 37,5                         | 46,5                               |
| Danimarca . .              | 1962              | - 0,55                                | 0,35                        | 2,56                       | 2,11                                  | 25,13               | 23,6                         | 47,7                               |
|                            | 1963              | 1,66                                  | - 0,35                      | 2,09                       | 3,01                                  | 28,14               | 24,3                         | 49,2                               |
|                            | 1964              | 0,81                                  | - 0,89                      | 3,60                       | 2,86                                  | 31,00               | 24,2                         | 48,8                               |
| Finlandia <sup>2</sup> . . | 1962              | - 220                                 | - 91                        | 668                        | 506                                   | 8.138               | 9,5                          | 45,8                               |
|                            | 1963              | 140                                   | 56                          | 468                        | 730                                   | 8.868               | 9,7                          | 44,9                               |
|                            | 1964              | 103                                   | - 46                        | 1.127                      | 1.012                                 | 9.880               | 9,1                          | 43,8                               |
| Francia . . . . .          | 1962              | 3,61                                  | 4,11                        | 14,35                      | 22,25                                 | 144,58              | 33,3                         | 37,0                               |
|                            | 1963              | 4,16                                  | 3,78                        | 10,70                      | 19,75                                 | 164,33              | 34,9                         | 38,6                               |
|                            | 1964              | 3,80                                  | - 0,24                      | 10,68                      | 14,70                                 | 179,03              | 35,3                         | 39,0                               |
| Germania . . . .           | 1962              | 0,30                                  | 2,30                        | 19,30                      | 12,90                                 | 134,60              | 15,3                         | 35,6                               |
|                            | 1963              | 3,20                                  | 5,10                        | 19,20                      | 16,20                                 | 150,80              | 15,4                         | 37,3                               |
|                            | 1964              | 2,00                                  | 8,40                        | 21,70                      | 19,30                                 | 170,10              | 15,2                         | 38,3                               |
| Italia . . . . .           | 1962              | 37                                    | 321                         | 2.528                      | 2.712                                 | 17.721              | 36,9                         | 65,4                               |
|                            | 1963              | - 778                                 | 809                         | 2.595                      | 2.434                                 | 20.155              | 37,9                         | 66,7                               |
|                            | 1964              | 483                                   | 514                         | 842                        | 1.585                                 | 21.740              | 36,8                         | 65,7                               |
| Norvegia . . . .           | 1962              | - 0,17                                | 0,38                        | 1,15                       | 1,39                                  | 21,71               | 21,2                         | 54,2                               |
|                            | 1963              | 0,39                                  | 0,21                        | 1,00                       | 1,49                                  | 23,20               | 20,9                         | 54,1                               |
|                            | 1964              | 0,27                                  | 0,20                        | 1,39                       | 1,79                                  | 24,99               | 20,5                         | 54,2                               |
| Paesi Bassi . .            | 1962              | 0,09                                  | 0,66                        | 1,10                       | 2,76                                  | 29,91               | 26,0                         | 59,8                               |
|                            | 1963              | 0,65                                  | 0,30                        | 1,53                       | 3,36                                  | 33,27               | 26,3                         | 61,1                               |
|                            | 1964              | 0,08                                  | 0,57                        | 2,01                       | 3,41                                  | 36,68               | 24,8                         | 58,3                               |
| Regno Unito <sup>2</sup> . | 1962 <sup>3</sup> | 194                                   | - 86                        | 410                        | 303                                   | .                   | .                            | .                                  |
|                            | 1963 <sup>3</sup> | - 57                                  | 38                          | 699                        | 540                                   | .                   | .                            | .                                  |
|                            | 1964              | - 103                                 | - 232                       | 997                        | 592                                   | 11.798 <sup>4</sup> | 32,3                         | .                                  |
| Spagna . . . . .           | 1962              | 10,90                                 | 5,80                        | 75,10                      | 94,40                                 | 554,50              | 30,2                         | 62,2                               |
|                            | 1963              | 5,10                                  | 12,00                       | 76,80                      | 95,50                                 | 650,00              | 34,1                         | 71,2                               |
|                            | 1964              | 20,40                                 | 27,20                       | 91,20                      | 139,60                                | 789,60              | 36,2                         | 76,3                               |
| Svezia . . . . .           | 1962              | 0,52                                  | - 0,03                      | 4,06                       | 4,94                                  | 56,46               | 17,2                         | 71,0                               |
|                            | 1963              | - 0,13                                | - 0,63                      | 5,65                       | 4,20                                  | 60,66               | 17,0                         | 70,8                               |
|                            | 1964              | 1,06                                  | - 0,34                      | 2,51                       | 4,69                                  | 65,35               | 16,8                         | 70,0                               |
| Svizzera . . . .           | 1962              | 0,69                                  | 1,00                        | 4,44                       | 6,16                                  | 60,08               | 49,1                         | 122,1                              |
|                            | 1963              | 0,88                                  | 0,83                        | 3,96                       | 6,34                                  | 66,42               | 48,8                         | 123,5                              |
|                            | 1964              | 0,85                                  | 0,13                        | 3,91                       | 5,56                                  | 71,98               | 47,9                         | 124,0                              |
| Stati Uniti . . .          | 1962              | - 1,50                                | 6,50                        | 13,90                      | 18,10                                 | 244,70              | 26,2                         | 42,6                               |
|                            | 1963              | - 0,50                                | 5,90                        | 17,80                      | 19,30                                 | 264,00              | 25,8                         | 43,8                               |
|                            | 1964              | - 0,10                                | 7,00                        | 16,30                      | 20,20                                 | 284,20              | 25,1                         | 44,3                               |
| Canada . . . . .           | 1962              | 0,23                                  | - 0,56                      | 0,89                       | 0,54                                  | 15,12               | 16,6                         | 36,2                               |
|                            | 1963              | 0,15                                  | 0,25                        | 0,49                       | 1,03                                  | 16,15               | 16,8                         | 36,2                               |
|                            | 1964              | 0,35                                  | - 0,27                      | 1,02                       | 1,21                                  | 17,36               | 16,4                         | 35,0                               |
| Giappone . . . .           | 1962              | 146                                   | 162                         | 3.038                      | 3.164                                 | 19.517              | 27,6                         | 92,7                               |
|                            | 1963              | 39                                    | 337                         | 4.871                      | 4.962                                 | 24.479              | 33,3                         | 103,5                              |
|                            | 1964              | - 274                                 | 1.404                       | 3.791                      | 3.949                                 | 28.428              | 33,8                         | 107,0                              |

<sup>1</sup> Medie annuali di risorse liquide e di risorse liquide più quasi moneta in rapporto al prodotto nazionale lordo a prezzi di mercato. <sup>2</sup> In milioni di unità monetarie nazionali. <sup>3</sup> Basati su serie di dati non rigorosamente confrontabili con i dati relativi al 1964. <sup>4</sup> Mezzi di pagamento, inclusi depositi a breve preavviso.  
Fonte: F.M.I., *International Financial Statistics*.

operazioni sui mercati dei cambi, le limitazioni agli interessi da corrispondere sui depositi esteri in moneta nazionale, le direttive circa l'ammontare delle posizioni valutarie delle banche, le norme sul ricorso a crediti esteri da parte di residenti, ecc.

Col concorso di queste misure di difesa, e quasi sempre principalmente per ragioni interne, nel 1964 e all'inizio del 1965 i saggi ufficiali di sconto sono stati aumentati in numerosi paesi dell'Europa continentale. In Svezia, la Riksbank, dopo aver rialzato il proprio saggio nel gennaio 1964, ha proceduto ad un nuovo incremento in novembre, per portarlo, infine, nell'aprile del 1965, al 5,5%. Verso la fine della primavera e all'inizio dell'estate 1964, Paesi Bassi, Belgio e Svizzera hanno aumentato i propri saggi dello 0,5% e la Danimarca dell'1%. In Germania, la Bundesbank, che aveva mantenuto il suo saggio al 3% dal 1961, lo ha portato al 3,5% nel gennaio 1965. In alcuni casi, soprattutto nei Paesi Bassi e in Danimarca, gli aumenti sono stati apportati in un periodo in cui le partite correnti delle bilance dei pagamenti dei due paesi stavano accumulando cospicui disavanzi. L'unica riduzione registrata nel Continente è stata quella effettuata, nell'aprile 1965, dalla Banca di Francia che ha diminuito il suo saggio dal 4 al 3,5%.

Variazioni nei saggi ufficiali di sconto dal 1962.

| Paesi e date delle variazioni         | Saggi ufficiali di sconto | Paesi e date delle variazioni | Saggi ufficiali di sconto | Paesi e date delle variazioni | Saggi ufficiali di sconto |
|---------------------------------------|---------------------------|-------------------------------|---------------------------|-------------------------------|---------------------------|
|                                       | %                         |                               | %                         |                               | %                         |
| <b>Austria</b>                        |                           | <b>Francia</b>                |                           | <b>Regno Unito</b>            |                           |
| 17 marzo 1960 . . . . .               | 5                         | 6 ottobre 1960 . . . . .      | 3½                        | 2 novembre 1961 . . . . .     | 6                         |
| 27 giugno 1963 . . . . .              | 4½                        | 14 novembre 1963 . . . . .    | 4                         | 8 marzo 1962 . . . . .        | 5½                        |
| <b>Belgio</b>                         |                           | 8 aprile 1965 . . . . .       | 3½                        | 22 marzo 1962 . . . . .       | 5                         |
| 28 dicembre 1961 . . . . .            | 4½                        | <b>Germania</b>               |                           | 26 aprile 1962 . . . . .      | 4½                        |
| 18 gennaio 1962 . . . . .             | 4½                        | 5 maggio 1961 . . . . .       | 3                         | 3 gennaio 1963 . . . . .      | 4                         |
| 22 marzo 1962 . . . . .               | 4                         | 22 gennaio 1965 . . . . .     | 3½                        | 27 febbraio 1964 . . . . .    | 5                         |
| 9 agosto 1962 . . . . .               | 3½                        | <b>Giappone</b>               |                           | 23 novembre 1964 . . . . .    | 7                         |
| 6 dicembre 1962 . . . . .             | 3½                        | 29 settembre 1961 . . . . .   | 7,30                      | 3 giugno 1965 . . . . .       | 6                         |
| 18 luglio 1963 . . . . .              | 4                         | 27 ottobre 1962 . . . . .     | 6,93                      | <b>Stati Uniti</b>            |                           |
| 31 ottobre 1963 . . . . .             | 4½                        | 27 novembre 1962 . . . . .    | 6,57                      | 12 agosto 1960 . . . . .      | 3                         |
| 3 luglio 1964 . . . . .               | 4½                        | 20 marzo 1963 . . . . .       | 6,21                      | 17 luglio 1963 . . . . .      | 3½                        |
| <b>Canada</b>                         |                           | 20 aprile 1963 . . . . .      | 5,84                      | 24 novembre 1964 . . . . .    | 4                         |
| 24 giugno 1962 <sup>1</sup> . . . . . | 6                         | 18 marzo 1964 . . . . .       | 6,57                      | <b>Svezia</b>                 |                           |
| 7 settembre 1962 . . . . .            | 5½                        | 9 gennaio 1965 . . . . .      | 6,205                     | 15 gennaio 1960 . . . . .     | 5                         |
| 12 ottobre 1962 . . . . .             | 5                         | 3 aprile 1965 . . . . .       | 5,84                      | 6 aprile 1962 . . . . .       | 4½                        |
| 13 novembre 1962 . . . . .            | 4                         | <b>Grecia</b>                 |                           | 8 giugno 1962 . . . . .       | 4                         |
| 6 maggio 1963 . . . . .               | 3½                        | 1° novembre 1960 . . . . .    | 6                         | 18 gennaio 1963 . . . . .     | 3½                        |
| 12 agosto 1963 . . . . .              | 4                         | 17 gennaio 1963 . . . . .     | 5½                        | 14 giugno 1963 . . . . .      | 4                         |
| 24 novembre 1964 . . . . .            | 4½                        | <b>Islanda</b>                |                           | 31 gennaio 1964 . . . . .     | 4½                        |
| <b>Danimarca</b>                      |                           | 29 dicembre 1960 . . . . .    | 9                         | 6 novembre 1964 . . . . .     | 5                         |
| 23 maggio 1961 . . . . .              | 6½                        | 1° gennaio 1965 . . . . .     | 6                         | 9 aprile 1965 . . . . .       | 5½                        |
| 19 agosto 1963 . . . . .              | 6                         | <b>Paesi Bassi</b>            |                           | <b>Svizzera</b>               |                           |
| 13 novembre 1963 . . . . .            | 5½                        | 16 novembre 1959 . . . . .    | 3½                        | 26 febbraio 1959 . . . . .    | 2                         |
| 11 giugno 1964 . . . . .              | 6½                        | 25 aprile 1962 . . . . .      | 4                         | 3 luglio 1964 . . . . .       | 2½                        |
| <b>Finlandia<sup>2</sup></b>          |                           | 8 gennaio 1963 . . . . .      | 3½                        |                               |                           |
| 1° aprile 1959 . . . . .              | 6%                        | 6 gennaio 1964 . . . . .      | 4                         |                               |                           |
| 30 marzo 1962 . . . . .               | 8                         | 4 giugno 1964 . . . . .       | 4½                        |                               |                           |
| 28 aprile 1962 . . . . .              | 7                         |                               |                           |                               |                           |

<sup>1</sup> Precedentemente il saggio di sconto veniva determinato ogni giovedì allo 0,25% sopra l'ultimo saggio medio registrato all'asta per i buoni del Tesoro. <sup>2</sup> Saggio base di sconto.

Un'ulteriore manifestazione del contenimento nel campo monetario è rappresentata dall'andamento del credito bancario al settore pubblico. Il Tesoro francese che, in passato, aveva dovuto dipendere, in ampia misura, dal credito bancario, lo scorso anno ha potuto astenersi dal fare ricorso alle banche ed è stato persino in grado di ridurre il volume di carta del Tesoro detenuto dalle aziende di credito. In Danimarca, il governo ha utilizzato il maggiore avanzo di cassa, registrato nel 1964, per accrescere i suoi depositi presso la banca centrale. In Belgio, lo scorso anno, il Tesoro ha ridotto il credito a breve ricevuto dall'estero tramite il sistema bancario. Sebbene in Svezia, nel 1964, la contrazione nel credito bancario al settore pubblico sia stata minore che nel 1963, essa ha tuttavia costituito un rimborso di crediti ricevuti dalla banca centrale, diversamente da quanto era avvenuto l'anno precedente.

In Germania, Svizzera e Paesi Bassi, i governi si sono astenuti generalmente dal prendere parte attiva alla creazione di mezzi di pagamento tramite il sistema bancario. In Germania, tuttavia, per soddisfare il loro fabbisogno di fondi, le autorità locali si sono rivolte in più ampia misura che nel 1963 alle banche, mentre l'opposto si è verificato in Svizzera. I Paesi Bassi hanno invece occupato una posizione intermedia, in quanto nel 1964 le rispettive autorità locali hanno ricevuto crediti più cospicui sia a lungo che a breve termine.

Alcuni paesi dell'Europa continentale hanno anche adottato metodi più diretti per contenere l'espansione del credito bancario al settore privato. Tanto nel 1964 che nel 1963, Francia e Svizzera hanno applicato limiti quantitativi al saggio di espansione del credito bancario. Nei Paesi Bassi, un limite analogo è stato ripristinato nell'ottobre 1963 ed è tuttora in vigore. Le autorità belghe hanno adottato un sistema analogo all'inizio del 1964, invitando le banche a contenere volontariamente l'incremento del credito a circa la metà di quello del 1963. Restrizioni quantitative del credito sono pure state applicate in Norvegia e, più recentemente, in Finlandia.

Lo scopo principale dei limiti imposti all'espansione del credito bancario è quello di rafforzare l'efficacia della disciplina creditizia. Il fare assegnamento soltanto sugli aumenti dei saggi d'interesse tenderebbe a incoraggiare l'afflusso di fondi esteri, soprattutto su iniziativa delle banche all'interno del paese, ma anche in linea generale di datori e prenditori di prestiti. E saggi di interesse più elevati non impedirebbero necessariamente alle banche di fare ricorso al credito dell'istituto di emissione. L'impiego di restrizioni quantitative del credito ha probabilmente contribuito a mantenere i saggi d'interesse più bassi e gli afflussi di capitali entro limiti più modesti di quanto altrimenti si sarebbe verificato.

Nel Regno Unito, le anticipazioni bancarie sono cresciute considerevolmente nel 1964, ma l'incremento nei depositi degli istituti di credito è stato più lento. In concomitanza con il saldo passivo verso l'estero, è stata ridotta l'offerta di buoni del Tesoro sul mercato interno e ciò ha contribuito a sottoporre la liquidità delle banche a pressione. Gli averi del mercato in titoli governativi sono tuttavia diminuiti per il secondo anno consecutivo.

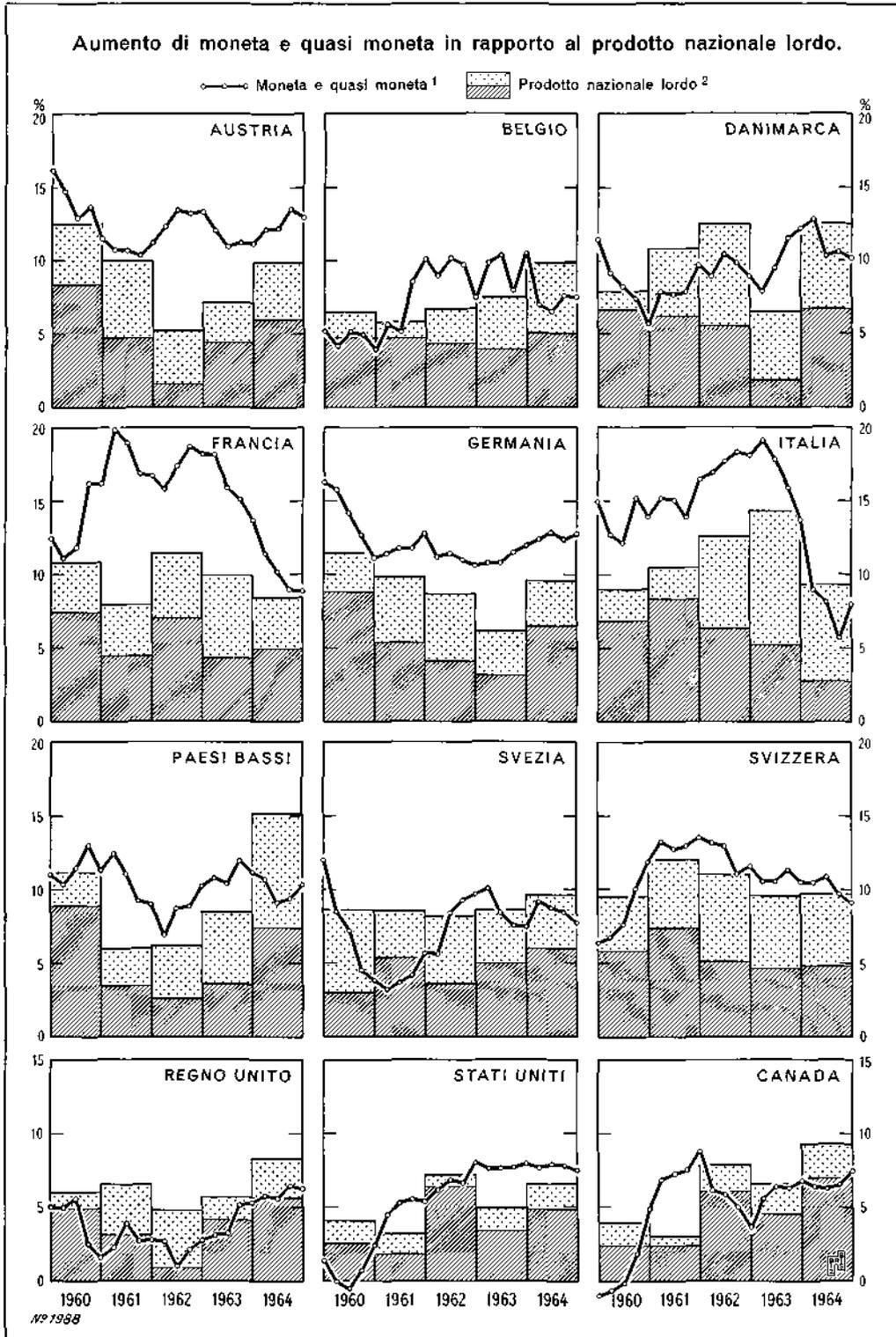
L'aumento del saggio ufficiale di sconto britannico dal 4 al 5%, deciso verso la fine di febbraio 1964, era una misura di precauzione presa tanto per ragioni interne che esterne. Verso la fine di novembre, il provvedimento con cui il saggio di sconto venne portato dal 5 al 7% fu suggerito prevalentemente da considerazioni di carattere esterno. Questo adeguamento è stato subito seguito da aumenti nel saggio di sconto degli Stati Uniti dal 3,5 al 4% e in quello del Canada, dal 4 al 4,25%; in entrambi i casi, la misura è stata adottata per tenere intonati i saggi sul piano internazionale. Circa sei mesi dopo, il 3 giugno 1965, il saggio ufficiale di sconto del Regno Unito è stato ridotto al 6%.

Negli Stati Uniti, nonostante il saldo passivo nei conti con l'estero, le autorità monetarie hanno provveduto le riserve necessarie per un'ulteriore cospicua espansione nel credito bancario, che, nello scorso anno, è cresciuto con lo stesso ritmo dei due anni precedenti. La formazione dei depositi ha presentato soltanto un lieve rallentamento e gli averi delle banche in titoli governativi hanno subito una modesta riduzione.

In Canada, il credito bancario al settore privato è andato accelerando nel 1964. Purtuttavia, il bilancio pubblico ha registrato un notevole miglioramento, che ha consentito la riduzione dell'indebitamento verso il sistema bancario.

Nel grafico alla pagina seguente, l'aumento dei mezzi di pagamento e di quasi moneta è riportato in rapporto alla variazione registrata nel prodotto nazionale, tanto in termini reali che monetari. A causa delle differenze esistenti nelle strutture finanziarie e, perciò, nel significato dei saggi di espansione delle attività liquide, l'attenzione dovrebbe rivolgersi soprattutto all'evoluzione che ha avuto luogo all'interno dei singoli paesi. In Francia, per esempio, le restrizioni monetarie cominciarono all'inizio del 1963, quando le tensioni inflazionistiche erano ancora modeste, ed esse sono andate inasprendosi progressivamente nei due anni successivi. In Italia, l'azione intesa a limitare la liquidità è stata particolarmente accentuata dalla metà del 1963 alla primavera del 1964, ma la sua causa è da attribuire unicamente ai cospicui miglioramenti salariali e incrementi dei prezzi registrati nel 1962. Nello scorso anno, in Belgio, Danimarca, Germania, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera, le restrizioni si sono rispecchiate, in parte, in un incremento più lento delle attività liquide, che appare evidente quando lo si esamina in rapporto ai notevoli aumenti conseguiti da questi paesi nel prodotto nazionale reale.

A partire all'incirca dal 1960 o 1961, praticamente in tutti i paesi continentali il saggio di formazione delle attività liquide è stato assai alto, rispecchiando non soltanto l'effetto dei saldi attivi verso l'estero, ma anche una sostenuta domanda di credito all'interno dei singoli paesi. Sebbene le restrizioni monetarie, introdotte l'anno scorso o due anni orsono, abbiano generalmente manifestato la tendenza a rallentare questo saggio di espansione, il fatto sorprendente è che nella maggioranza dei paesi la formazione di liquidità sta tuttora progredendo con grande rapidità. D'altro lato, come il grafico mette in evidenza, nella più parte dei paesi continentali, l'aumento del



<sup>1</sup> Come definita nella pubblicazione del F.M.I. *International Financial Statistics*. Variazioni trimestrali relative al trimestre corrispondente dell'anno precedente. <sup>2</sup> L'area tratteggiata rappresenta l'aumento annuale in termini reali, mentre l'area a puntini mostra la variazione occorsa nel fattore prezzo.

prodotto nazionale lordo, in termini monetari, è andato crescendo con un ritmo di poco inferiore al 10% all'anno, di cui quasi la metà è rappresentata dall'inflazione dei prezzi. In breve, l'espansione creditizia, sebbene non sia sempre, o necessariamente, causa di inflazione, ne ha agevolato lo sviluppo.

Nel Regno Unito, nonostante una notevole espansione del credito bancario nel 1963 e 1964, l'aumento dei mezzi di pagamento e dei depositi a breve preavviso ha proceduto strettamente di conserva con l'espansione nel prodotto nazionale reale. Nello stesso periodo, negli Stati Uniti, la liquidità ed i depositi del sistema bancario hanno continuato a crescere in rapporto al prodotto nazionale in termini monetari.

### **Politiche creditizie nei singoli paesi.**

*Regno Unito.* All'inizio del 1964, le partite correnti della bilancia dei pagamenti erano diventate moderatamente passive e la domanda interna stava progredendo con un ritmo insostenibile. Verso la fine di febbraio, la Banca d'Inghilterra ha portato, a titolo di misura precauzionale, il saggio di sconto dal 4 al 5%. Successivamente, nel bilancio di aprile sono state ritocate alcune imposte indirette, per tentare di contenere l'espansione della domanda. Ciò non di meno, nei mesi seguenti, il conflitto fra gli obiettivi di politica economica interna ed esterna ha manifestato la tendenza ad aggravarsi. Da un lato, le autorità non desideravano ostacolare la rapida ripresa avviatasi negli investimenti industriali, che era ritenuta essenziale per la soluzione a più lungo periodo del problema esterno. Inoltre, i consumi non stavano aumentando troppo rapidamente, il disavanzo di bilancio non aveva l'ampiezza prevista ed un indice stabile della produzione industriale dava l'impressione di una domanda interna in fase di ristagno. Dall'altro, e in contrasto con l'anno di crisi, che fu il 1961, la bilancia dei pagamenti di base stava accumulando un cospicuo disavanzo, che era il riflesso di un deterioramento delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine.

Date queste circostanze, la politica perseguita è stata tale che le condizioni per ottenere credito sono rimaste relativamente facili fino all'autunno del 1964. Questo fatto risulta soprattutto dal sensibile incremento delle anticipazioni concesse dalle banche affiliate alla stanza di compensazione, che, rettificato per variazioni stagionali, è andato accelerando a partire da maggio e acquistando un ritmo ancora più rapido in settembre e ottobre. Allo scopo di assecondare questo movimento, le banche hanno ridotto i loro averi in titoli governativi, portando le loro attività liquide fin quasi al rapporto minimo. Inoltre, nei primi tre trimestre del 1964, le emissioni sul mercato dei capitali da parte delle società non finanziarie sono ammontate circa alla metà di quelle effettuate nello stesso periodo del 1963. La situazione ha incominciato a mutare a partire circa da agosto, quando le società hanno diminuito le nuove emissioni per fare ricorso in più ampia misura al credito bancario. Dalla fine di febbraio (dopo l'aumento del saggio ufficiale di sconto) alla fine di ottobre, il rendimento di un titolo rappresentativo a lungo termine è passato soltanto dal 5,78 al 5,87%, mentre quello dei titoli a media

scadenza è salito dal 5,46 al 5,78%. Sebbene le autorità stessero limitando il loro sostegno al mercato dei titoli di prim'ordine, una politica restrittiva più energica, a prescindere da una riduzione nell'entità del disavanzo del Tesoro medesimo, avrebbe comportato uno sforzo più intenso per finanziare il disavanzo di bilancio mediante vendite di titoli a lungo termine. Esso sarebbe stato possibile, ovviamente, soltanto a saggi d'interesse più elevati.

In autunno si era d'avviso che la politica del nuovo governo per migliorare la concorrenzialità e la produttività avrebbe dovuto basarsi sulla necessità di mantenere la produzione e l'occupazione ad un elevato livello. Il dazio supplementare sulle importazioni è stato inteso, per esempio, come una misura per migliorare l'equilibrio verso l'estero, senza rendere necessaria la riduzione della domanda interna. Il bilancio di novembre, nel quale erano stati incorporati tanto il dazio supplementare quanto i nuovi alleggerimenti nell'imposizione indiretta sui prodotti destinati all'esportazione, introdusse un'imposta sulla benzina, ma questo tributo aveva soprattutto lo scopo di compensare gli effetti espansionistici a latere delle altre due misure. Ma ben presto le restrizioni nella liquidità hanno incominciato a farsi sentire in misura crescente. Il 23 novembre, il saggio ufficiale di sconto è stato portato dal 5 al 7%. A partire all'incirca da ottobre, inoltre, il ricorso al mercato per credito da parte del Tesoro è stato ulteriormente ridotto in seguito agli acquisti di sterline effettuati attraverso operazioni valutarie ufficiali. Conseguentemente le nuove emissioni di buoni del Tesoro offerte alle aste sono andate diminuendo, restringendo così una fonte di attività liquide per le banche e costringendole a ridurre la concessione di credito. Per accrescere l'effetto della stretta creditizia, l'8 dicembre la Banca d'Inghilterra ha invitato le banche a conferire, in futuro, la priorità alle anticipazioni per esportazioni e per programmi di investimenti produttivi. In seguito all'aumento del saggio ufficiale di sconto, i rendimenti dei titoli governativi sono cresciuti sensibilmente e sul mercato si è proiettata anche l'ombra dell'imposta sui redditi da capitale annunciata per la prossima primavera. Alla fine dell'anno, il rendimento di un titolo governativo rappresentativo a lungo termine era del 6,23% contro il 5,53% l'anno precedente.

Nel 1964, le anticipazioni bancarie a residenti hanno subito un incremento di circa il 15%, sicchè alla fine dell'anno il totale ammontava a poco meno di £6.500 milioni. Nello stesso anno, inoltre, lo sconto di carta commerciale, che aumenta le attività liquide delle banche e perciò anche il loro potenziale creditizio, è cresciuto di circa £165 milioni. Le anticipazioni a residenti effettuate dalle banche nazionali (comprese le case di sconto) sono aumentate di circa il 12,5%, raggiungendo l'importo di circa £5.150 milioni. La rimanenza delle anticipazioni in essere (£1.350 milioni) è costituita da quelle erogate dalle case di accettazione e dalle banche "overseas"; sembra che, lo scorso anno, i crediti da esse concesse sotto questa forma a residenti, soprattutto ad autorità locali e società, siano aumentati di circa £400 milioni. Le attività estere di questi istituti sono, inoltre, cresciute di circa £150 milioni meno delle loro passività estere; la differenza rispecchia la misura in cui l'incremento dei prestiti accordati all'interno del paese è stata finanziata

con la conversione in sterline di crediti ricevuti dall'estero. Lo scorso anno, i depositi all'interno del settore bancario hanno subito un aumento del 5%, cioè l'incremento è stato considerevolmente inferiore all'espansione del credito. La differenza è dovuta, in ampia proporzione, ad una riduzione di £214 milioni negli averi in titoli governativi e di £320 milioni nei portafogli di buoni del Tesoro. Alla metà di dicembre il rapporto fra investimenti e depositi delle banche londinesi affiliate alla stanza di compensazione era sceso al 13,1% contro il 15,4% dell'anno precedente, mentre il loro rapporto di attività liquide era diminuito dal 32,7 al 30,6%.

Sulle base dell'anno civile, il disavanzo generale nei conti del Tesoro è passato da £142 milioni nel 1963 a £556 milioni nel 1964; una parte di questo aumento rappresenta crediti concessi ad autorità locali per evitare che facessero ricorso al mercato dei capitali. Questo disavanzo è stato coperto mediante raccolta di fondi netti di "risparmio nazionale", biglietti di banca di nuova emissione, introiti fuori bilancio, ecc. (cioè, con fondi non raccolti attraverso il collocamento di titoli negoziabili di debito) per un ammontare di £514 milioni nel 1964 contro £228 milioni nel 1963. Un ulteriore importo di £532 milioni è affluito al Tesoro dalle cessioni ufficiali di valute contro sterline. D'altra parte, gli averi del mercato in titoli governativi, che erano diminuiti di £128 milioni nel 1963, si sono ridotti nuovamente di £114 milioni nel 1964. La consistenza dei buoni del Tesoro che, nel 1963, era cresciuta di £114 milioni, nel 1964 si è contratta di £375 milioni. Dato che la posizione delle banche, per quanto riguarda il rapporto di liquidità e, quindi, il potenziale di cui dispongono per espandere la concessione di credito, dipende, in ampia misura, dal volume di buoni del Tesoro che viene finanziato, la minore quantità di tali buoni offerti in vendita lo scorso anno ha contribuito a contenere l'incremento dei depositi bancari.

Regno Unito: Risparmio  
e investimenti del settore privato  
e del settore pubblico.

| Voci                                 | Anni | Settore privato     | Settore pubblico <sup>1</sup> | Resto del mondo <sup>2</sup> |
|--------------------------------------|------|---------------------|-------------------------------|------------------------------|
|                                      |      | milioni di sterline |                               |                              |
| Risparmio lordo <sup>3</sup> . . . . | 1962 | 3.397 <sup>4</sup>  | 1.459                         |                              |
|                                      | 1963 | 3.859 <sup>4</sup>  | 1.301                         |                              |
|                                      | 1964 | 4.379 <sup>4</sup>  | 1.576                         |                              |
| Investimenti lordi . . . .           | 1962 | 2.815               | 1.951                         |                              |
|                                      | 1963 | 2.946               | 2.118                         |                              |
|                                      | 1964 | 3.707               | 2.622                         |                              |
| Avanzo o disavanzo finanziario (—)   | 1962 | 592                 | — 492                         | 90                           |
|                                      | 1963 | 913                 | — 817                         | 96                           |
|                                      | 1964 | 672                 | — 1.046                       | — 374                        |

<sup>1</sup> Compresa le industrie nazionalizzate. <sup>2</sup> Un importo positivo significa un avanzo corrente in conto beni e servizi verso il resto del mondo. <sup>3</sup> Inclusi trasferimenti netti di capitali e rettificati per plusvalenze di scorte. <sup>4</sup> Comprende il residuo statistico dei conti nazionali.

Considerato da un punto di vista ortodosso, il saldo passivo dei conti con l'estero è stato accompagnato da una sostenuta domanda interna privata e pubblica, rendendo quindi necessario un inasprimento delle restrizioni monetarie e di bilancio pubblico. La soluzione adottata non ha, tuttavia, seguito il modello tradizionale. Dal bilancio dell'aprile 1963, lo scopo costantemente perseguito dalle autorità è stato quello di aumentare il rapporto degli investimenti fissi rispetto al prodotto nazionale e di gettare le basi, in una situazione di rapida espansione, per una solida posizione a più lungo periodo della sterlina. Le misure presentate nel bilancio dell'a-

prile 1965 mirano a contenere, in modo selettivo, il deflusso di capitali e, contemporaneamente all'attuazione di ulteriori incrementi negli investimenti pubblici, a creare un margine per un più ampio volume di esportazioni attraverso la riduzione dei consumi. Perciò, sebbene sia previsto un aumento dell'avanzo ordinario di bilancio nell'esercizio 1965-66, il credito al settore pubblico, soprattutto alle industrie nazionalizzate e alle autorità locali, subirà un'espansione ancora maggiore. Si ritiene che il fabbisogno di crediti passerà da £386 milioni nell'anno finanziario 1964-65 a £724 milioni nel 1965-66. Occorre, tuttavia, tener conto del fatto che un importo di £130 milioni di questo aumento verrà compensato con un minor ricorso al mercato dei capitali da parte delle autorità locali e che gli introiti fuori bilancio cresceranno di circa £100 milioni in seguito, soprattutto, ad un più cospicuo afflusso netto di fondi al "National Insurance Fund". Ciò non di meno, sebbene l'aumento sia assai inferiore a quanto appare, il fabbisogno di crediti è ancora cospicuo. Le autorità prevedono che una notevole aliquota delle necessità finanziarie del Tesoro verrà soddisfatta con l'ulteriore incremento del debito non negoziabile, l'emissione di biglietti di banca, ecc. Inoltre, il persistente, sebbene decrescente, saldo passivo verso l'estero farà affluire fondi addizionali di sterline; lo stesso dicasi per il recente invito a costituire depositi speciali. Le autorità ritengono, pertanto, che l'importo di debito negoziabile che dovrà essere collocato presso il pubblico sarà di proporzioni piuttosto modeste.

Le anticipazioni delle banche affiliate alla stanza di compensazione, il cui ritmo era sensibilmente rallentato nei primi mesi del 1965, si sono andate di nuovo accelerando nella primavera. Questo andamento è stato presto seguito da nuove restrizioni creditizie. Il 29 aprile, la Banca d'Inghilterra ha diramato alle banche londinesi affiliate alla stanza di compensazione un invito a costituire depositi speciali per l'1% dei loro depositi e alle banche scozzesi per lo 0,5%; gli importi così depositati ammontano, complessivamente, a £95 milioni. Una settimana dopo, la Banca d'Inghilterra ha inviato istruzioni alle banche sul modo di applicare le nuove restrizioni creditizie. Le banche affiliate alla stanza di compensazione sono state invitate a non aumentare di più del 5% le loro anticipazioni al settore privato nel periodo di 12 mesi fino al marzo 1965 e ad applicare restrizioni analoghe allo sconto degli effetti commerciali. Richieste dello stesso genere sono state rivolte alle altre principali banche nonché agli organismi finanziari. Successivamente, il 3 giugno, il saggio ufficiale è stato ridotto dal 7 al 6% e le condizioni relative alle vendite rateali sono state inasprite, aumentando del 5% l'acconto minimo da versare.

Malgrado le limitazioni imposte al credito privato, la domanda di credito da parte del settore pubblico costituisce un continuo e pesante onere per il meccanismo monetario. A questo proposito, la prevista nazionalizzazione dell'industria dell'acciaio non rappresenta, tuttavia, un problema immediato per il mercato dei titoli di prim'ordine, dato che il finanziamento avrà luogo tra non meno di un anno. Più importante, dal punto di vista monetario, sarà vedere in quale misura il disavanzo del Tesoro verrà finanziato nei prossimi mesi con mezzi non monetari, soprattutto attraverso le vendite di titoli governativi a più lungo termine al pubblico.

*Stati Uniti.* Durante il 1964, il principale obiettivo perseguito dalle autorità monetarie fu quello di assicurare il sostegno all'espansione della domanda senza provocare inflazione. Per conseguire questo scopo si riteneva necessario far sì che il credito fosse abbondante e che quello a lungo termine potesse essere ottenuto a saggi relativamente stabili. E ciò in un clima di elevata ed ininterrotta stabilità dei costi unitari di lavoro e dei prezzi ingrosso. La disoccupazione era inoltre ancora eccessiva, la spesa del governo federale stava crescendo soltanto con lentezza e la domanda nel settore dell'edilizia era piuttosto debole. Perciò, si pensava che un'energica politica per limitare il credito all'interno del paese e aumentare i saggi d'interesse a lungo termine avrebbe comportato il rischio di arrestare l'espansione. Più recentemente, tuttavia, avendo la domanda mostrato notevole vigore, le autorità sono state indotte a inasprire le condizioni per ottenere credito.

A prescindere da recenti modificazioni, la politica di credito abbondante è stata costantemente seguita dalla recessione del 1960, estrinsecandosi in diversi modi. Per quanto riguarda il credito bancario, il saggio per i crediti di prim'ordine è rimasto invariato al 4,5%, livello al quale era stato ridotto nell'agosto del 1960. Inoltre, le autorità monetarie, pur adoperandosi per muovere all'insù i saggi d'interesse a breve per ragioni esterne, hanno cercato, soprattutto attraverso operazioni di gestione del debito pubblico e di mercato aperto, di mantenere bassi i saggi a più lungo termine per stimolare gli investimenti in conto capitali. Così il Tesoro ha finanziato il disavanzo di bilancio in ampia misura mediante l'indebitamento a breve, mentre le autorità della Riserva federale hanno provveduto le riserve necessarie per sostenere la crescente attività creditizia delle banche, in parte procedendo ad acquisti di titoli governativi a più lungo termine.

Il saldo passivo della bilancia dei pagamenti che, in anni recenti, ha rispecchiato principalmente i massicci deflussi di capitali, costituisce di per sé una prova evidente che il credito è stato, in effetti, eccessivamente abbondante. Ma come, in pratica, si sia potuto giungere ad un simile risultato, è una questione controversa. Essa investe soprattutto il settore delle imprese e quello bancario, quali diretti responsabili della maggior parte delle uscite di fondi. Per quanto riguarda il settore delle imprese, i dati della tabella sembrano gettare una certa luce su quanto è accaduto.

E' sorprendente che, nel settore delle imprese, mentre negli anni 1952-57 gli investimenti lordi in conto capitali hanno superato il rispettivo risparmio lordo con una media di \$4,6 miliardi all'anno, nel periodo 1958-64 gli investimenti sono stati interamente coperti con fondi del settore medesimo. Tuttavia, mentre nel primo periodo citato il settore ha fatto ricorso al mercato del credito e a quello dei titoli per \$9,5 miliardi all'anno in media, nel secondo periodo tale ammontare annuo è salito a \$12,8 miliardi. Per quanto riguarda il primo periodo, il credito ricevuto ha trovato una contropartita in un volume assai più ampio non solo di investimenti all'estero, ma anche di crediti concessi alla clientela all'interno e in un'accumulazione di attività liquide. Sebbene occorra tener conto dell'espansione dell'economia, i dati suggeriscono che l'abbondanza di credito abbia avuto

Stati Uniti: Risorse del settore delle imprese e loro impiego<sup>1</sup>.

| Anni o medie annuali | Principali risorse esterne |                    |                                   |   | Impieghi                                   |                  |  |   |
|----------------------|----------------------------|--------------------|-----------------------------------|---|--|------------------|--|---|
|                      | Obbligazioni e azioni      | Prestiti ipotecari | Prestiti bancari e altri prestiti | Totale credito e fondi del mercato dei titoli | Eccedenza degli investimenti sul risparmio | Attività liquide | Crediti commerciali e altri crediti netti <sup>2</sup> | Crediti esteri e altri crediti <sup>3</sup> |
|                      | miliardi di dollari        |                    |                                   |   |  |                  |  |   |
| 1952-57              | 6,1                        | 1,4                | 2,2                               | 9,5   | 4,6  | 0,3              | 2,1  | 1,4   |
| 1958                 | 8,0                        | 2,5                | 0,6                               | 11,0  | - 1,3                                      | 2,4              | 3,9  | 1,5   |
| 1959                 | 5,3                        | 2,5                | 4,4                               | 12,1  | - 1,1                                      | 2,4              | 5,3  | 1,9   |
| 1960                 | 5,3                        | 2,2                | 2,8                               | 10,4  | 1,8  | - 2,4            | 5,2  | 3,4   |
| 1961                 | 7,3                        | 3,5                | 1,0                               | 11,7  | - 0,7                                      | 2,7              | 4,3  | 4,6   |
| 1962                 | 5,2                        | 5,4                | 3,6                               | 14,3  | 0,6  | 3,6              | 5,7  | 2,9   |
| 1963                 | 3,4                        | 6,2                | 3,9                               | 13,6  | 0,4  | 1,8              | 3,4  | 6,1   |
| 1964                 | 5,4                        | 5,7                | 5,3                               | 16,4  | - 0,1                                      | 2,3              | 5,0  | 6,0   |
| 1958-64              | 5,7                        | 4,0                | 3,1                               | 12,8  | - 0,1                                      | 1,9              | 4,7  | 3,8   |

<sup>1</sup> Imprese non finanziarie da sole. <sup>2</sup> Credito al consumo e carta emessa per finanziamento. <sup>3</sup> I dati comprendono gli investimenti all'estero delle imprese e gli averi in valute, nonché determinate attività correnti sull'interno non identificate.

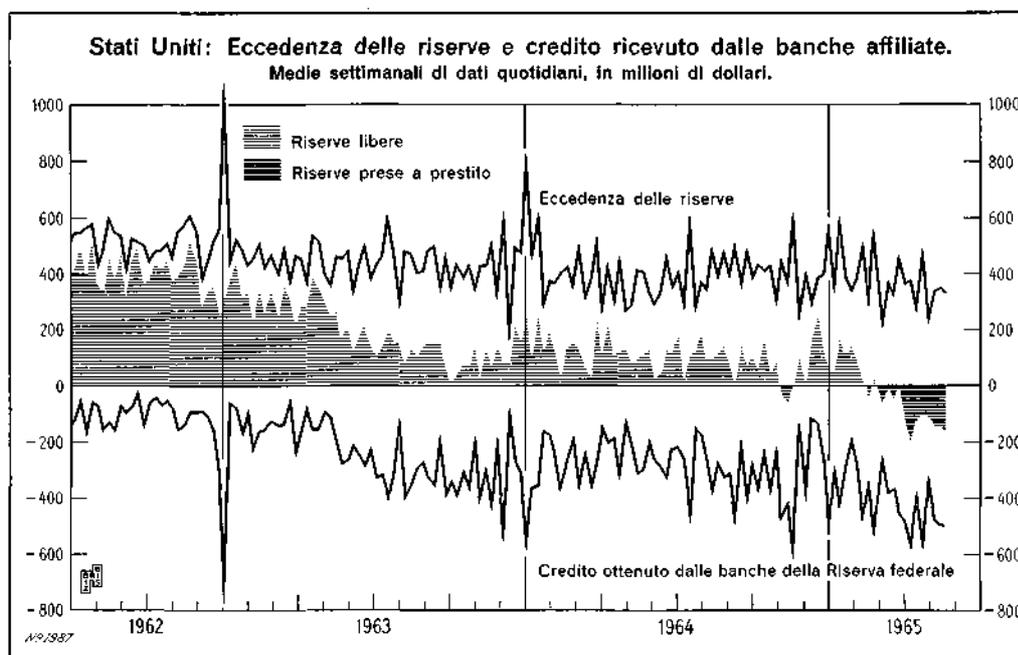
Fonte: Federal Reserve flow-of-funds accounts.

per risultato più una proliferazione di crediti finanziari delle imprese (compresi gli investimenti diretti all'estero), che un'accelerazione degli investimenti in attività reali interne.

Nel settore bancario si è riscontrato un andamento analogo. I prestiti e investimenti delle banche commerciali, che negli anni 1952-57 erano cresciuti di \$6,5 miliardi all'anno, sono balzati a \$15 miliardi, in media, negli anni 1958-64. In parte, questo incremento è stato agevolato dall'aumento dei saggi corrisposti sui depositi, i quali, sebbene quasi sempre autorizzati per ragioni esterne, hanno consentito alle banche di competere più efficacemente all'interno del paese con gli istituti finanziari non bancari per la raccolta di depositi. Ma esso ha anche rispecchiato il costante afflusso di liquidità nel sistema derivante dalle operazioni di gestione del debito pubblico e di mercato aperto effettuate dalle autorità monetarie. L'espansione del credito bancario ha sempre manifestato la tendenza ad essere convalidata con interventi ufficiali destinati a ricostituire e aumentare le riserve. Come parte integrante della loro attività creditizia, le banche hanno cercato in misura crescente sbocchi redditizi per i propri fondi all'estero; questa prassi ha fatto sì che in un solo anno, cioè nel 1964, i prestiti concessi dalle banche all'estero siano cresciuti di oltre \$2 miliardi. L'abbondanza eccessiva del credito viene suggerita anche dal supposto deterioramento nella qualità dei prestiti bancari.

Durante la maggior parte del 1964, la politica creditizia ha seguito le direttive stabilite nell'estate dell'anno precedente. Nel luglio 1963, allorché fu introdotta l'imposta di conguaglio degli interessi, il saggio di sconto venne portato dal 3 al 3,5% e il saggio massimo da corrispondere sui depositi vincolati a 90 o più giorni fu aumentato al 4%. Le autorità monetarie cominciarono, inoltre, a mostrare alquanto più riluttanza nel

provvedere le riserve, con il risultato che la media delle riserve libere scese a \$100 milioni. Con l'eccezione di brevi periodi di più acuta tensione, nel 1964 le riserve libere hanno continuato ad aggirarsi su questo livello. Anzi si sono mantenute su questa quota persino dopo che le autorità monetarie, in seguito all'incremento del saggio di sconto britannico al 7% introdotto il 23 novembre, il giorno successivo hanno portato il saggio di sconto al 4%. Contemporaneamente, i limiti massimi dei saggi d'interesse stabiliti dalla Disposizione Q per i depositi vincolati e a risparmio sono stati pure accresciuti: per i depositi vincolati a meno di 90 giorni, dall'1 al 4%, per i depositi vincolati a più di 90 giorni, dal 4 al 4,5% e per i depositi a risparmio fino ad un anno, dal 3,5 al 4%. Tuttavia, quando è stato ritoccat il saggio di sconto, le autorità hanno sottolineato che la misura era necessaria soltanto per ragioni esterne e non significava che si sarebbero verificati mutamenti nella disponibilità del credito interno. Accogliendo l'invito delle autorità, le banche non hanno modificato il saggio del 4,5% applicabile ai crediti di prim'ordine.



Tuttavia, il deterioramento della bilancia dei pagamenti nel quarto trimestre, seguito da cospicue perdite di oro nei primi mesi del 1965, ha posto le autorità di fronte ad un nuovo dilemma. Ma piuttosto che rischiare un aumento dei saggi d'interesse per i crediti a più lungo termine, esse hanno preferito fare ricorso a misure selettive, fra cui il limite dei prestiti bancari accordati all'estero, la proroga e l'ampliamento nell'applicazione dell'imposta di conguaglio degli interessi, nonché un programma volontario per le imprese, destinato a migliorare la loro posizione per quanto riguarda i pagamenti esterni (vedansi pagine 9-10). Ciò non di meno, a sostegno di queste misure, le autorità della Riserva federale hanno incominciato a

provvedere riserve con minore larghezza, costringendo le banche a rivolgersi in più ampia misura per credito alla banca centrale e, nelle settimane recenti, ad accumulare un debito netto per riserve ricevute in prestito di circa \$100-150 milioni. I saggi d'interesse a lungo termine sono rimasti all'incirca allo stesso livello dell'anno precedente.

Nonostante le disposizioni di carattere amministrativo adottate per limitare il deflusso di capitali, resta da chiedersi se il conseguimento dei risultati desiderati non avrebbe potuto essere ottenuto più agevolmente con saggi d'interesse a lungo termine più elevati. Negli Stati Uniti, l'apprensione nutrita circa saggi a lungo termine più elevati è, in un certo senso, comprensibile fino a quando la pressione esercitata dalla domanda non diverrà eccessiva. Poichè le decisioni relative agli investimenti vengono praticamente prese nel settore industriale e in quello dell'edilizia e sono di competenza privata, i saggi d'interesse più elevati, considerati separatamente, tenderebbero ad esercitare un'influenza sfavorevole sugli investimenti e, a più forte ragione, sulla domanda globale. Tuttavia, le riduzioni fiscali applicate nell'anno passato hanno dimostrato, in modo piuttosto convincente, che gli investimenti fissi reagiscono assai più prontamente ad una domanda vivace ed a crescenti profitti aziendali che alla creazione di liquidità a bassi saggi d'interesse. Nel sostenere l'espansione non inflazionistica della domanda interna, la politica dell'imposizione e quella della spesa pubblica hanno il vantaggio, nei confronti della politica monetaria, di dare maggior affidamento circa gli effetti sulla spesa. D'altra parte, i saggi d'interesse sono relativamente più efficaci quando si tratta di influire sui canali, interni e internazionali, attraverso i quali si muovono i capitali. Saggi d'interesse a più lungo termine più elevati, accompagnati da una costante flessibilità nell'applicazione della politica di bilancio, non ostacolano necessariamente l'espansione interna. Anzi, dato che essi contribuiscono al conseguimento di un migliore equilibrio verso l'estero, l'espansione interna finirebbe col poggiare su basi più solide.

*Francia.* Il principale obiettivo del programma di stabilizzazione, secondo l'ulteriore elaborazione di esso durante il 1964, è stato quello di arrestare l'inflazione e di fornire le difese contro un disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Nonostante il forte incremento di nuovo intervenuto nelle riserve monetarie, non si è visto in esso un conflitto fra gli obiettivi interni ed esterni della politica economica. L'espansione delle riserve è parsa piuttosto da attribuire alla migliorata posizione dell'area d'oltremare del franco e agli afflussi di capitali a lungo termine dei quali è responsabile la politica adottata in altri paesi. All'interno, però, l'inflazione salari/prezzi ha continuato a costituire un grave problema. Nell'attesa che la politica dei redditi, finora attuata soltanto nel settore pubblico, trovi una più vasta applicazione, la restrizione della domanda è stata, a prescindere dai controlli diretti dei prezzi, il principale strumento per combattere l'inflazione dei costi. In conseguenza, nel corso del 1964 l'espansione della domanda è rallentata, mentre gli investimenti delle imprese private hanno manifestato una tendenza al ristagno.

L'obiettivo della politica di bilancio è stato non soltanto di limitare la domanda ma, più positivamente, di dare impulso al risparmio nazionale come mezzo per realizzare gli investimenti previsti nel quinto Piano economico. Nel 1964, queste direttive sono state applicate con notevole successo, soprattutto mediante il contenimento della spesa pubblica. Il disavanzo generale di bilancio, che secondo le previsioni iniziali avrebbe dovuto ridursi da circa fr.fr. 7 miliardi nel 1963 a fr.fr. 4,7 miliardi nel 1964, è stato praticamente quasi eliminato, sebbene ciò sia avvenuto in parte mediante lo spostamento di certe spese fuori del bilancio. In conseguenza, il Tesoro, dopo aver emesso nel marzo 1964 un prestito pubblico di fr.fr. 1,5 miliardi, è stato in grado di cancellare il programma di una seconda emissione nell'autunno. Nel 1964, i fondi affluiti al Tesoro attraverso i conti dei corrispondenti e altre fonti normali, unitamente al gettito del prestito pubblico, hanno di molto superato le sue modeste necessità di finanziamento. Pertanto, durante l'anno le autorità hanno ridotto in tre successive fasi dal 15 al 7,5% l'aliquota delle riserve obbligatorie, o "coefficiente di liquidità", che deve essere costituita da certificati di tesoreria. Tuttavia, contemporaneamente al forte declino in questi averi obbligatori, le banche hanno incrementato di alquanto i loro averi volontari di buoni del Tesoro comperati alle aste. In totale, nel 1964 il Tesoro ha fatto scendere il suo indebitamento verso il sistema bancario di fr.fr. 240 milioni, dopo averlo fatto salire di fr.fr. 3,8 miliardi nel 1963.

Nel 1964, la politica del credito ha avuto anche lo scopo di contenere la domanda. Il limite imposto sull'incremento del credito bancario verso l'economia, che nel settembre 1963 era stato portato dal 12 al 10%, da allora è rimasto invariato. Inoltre, tale limite è stato strettamente osservato, in quanto nel 1964 i crediti concessi all'economia sono saliti di fr.fr. 11 miliardi, raggiungendo il totale di fr.fr. 109,3 miliardi. Una parte importante di questo aumento è da ascrivere ai crediti a medio termine, cresciuti di fr.fr. 2,02 miliardi e nei quali si rispecchiano una riduzione di fr.fr. 640 milioni nei crediti a medio termine della Banca di Francia e un'espansione di fr.fr. 2,66 miliardi in quelli delle banche. Ha contribuito a facilitare questo sviluppo la riduzione dell'aliquota che deve essere costituita da certificati di tesoreria nell'ambito di applicazione del coefficiente di liquidità. Poiché le altre attività comprese negli averi obbligatori consistono principalmente di carta a medio termine peraltro riscontabile alla Banca di Francia, gli istituti di credito sono stati pertanto indotti a conservare nel proprio portafoglio in più ampia misura crediti a medio termine. In aggiunta al limite globale del 10%, entro il quale le banche sono state invitate a dare la priorità a crediti per l'esportazione e per investimenti produttivi, esiste un limite per crediti speciali alla costruzione, a medio termine e riscontabili. Questo limite viene impiegato per ridurre l'entità di tali crediti e per sostituirli con prestiti diretti a lungo termine.

Nel 1964, le attività nette estere del sistema bancario sono cresciute di fr.fr. 3,8 miliardi, contribuendo così alla creazione di liquidità interna quasi in misura uguale al 1963 (fr.fr. 4,16 miliardi). Ciò nonostante, nello

scorso anno, grazie alla politica di contenimento del bilancio e del credito, l'incremento totale delle passività monetarie e quasi monetarie del sistema bancario è risultato soltanto del 9% contro un incremento di circa il 14% nel 1963 e di oltre il 18% nel 1962.

Nello scorso anno, vi è stata un'altra serie di misure, che il miglioramento nel bilancio ha parzialmente facilitato, dirette a promuovere il risparmio personale e a contrarre i consumi. In gennaio, il limite sui depositi a risparmio individuali è stato aumentato da fr.fr. 10.000 a 15.000. Nello stesso mese, il Tesoro ha ridotto i saggi pagabili sulle proprie obbligazioni a medio termine fruttifere di un interesse progressivo e altamente liquide perchè rimborsabili a vista, e in ottobre ha cessato del tutto di emettere questo tipo di carta. In novembre, esso ha inoltre diminuito i saggi pagabili sulle obbligazioni del Tesoro a reddito fisso, aventi una scadenza da tre a cinque anni. In conseguenza di queste misure, i depositi a risparmio sono aumentati in modo cospicuo, e in particolare quelli presso le casse di risparmio sono cresciuti di fr.fr. 8,6 miliardi nel 1964 contro soltanto fr.fr. 5,5 miliardi nel 1963. Nello scorso anno, la "Caisse des Dépôts et Consignations" (verso la quale è convogliata una parte cospicua dei fondi delle casse di risparmio) è stata così posta in grado di ampliare la propria attività di finanziamento a lungo termine. Si aggiunga che i depositi a risparmio presso le banche hanno subito un'espansione di fr.fr. 2,6 miliardi contro un aumento di fr.fr. 0,7 miliardi nell'anno precedente. Nel 1964, in complesso, il risparmio sotto forma liquida, includendo in esso i depositi vincolati presso le banche, sono cresciuti del 14,6%, che rappresenta un notevole miglioramento rispetto all'aumento dell'11,4% nel 1963.

Nel 1964, globalmente, il risparmio personale si è molto ampliato. D'altro lato, l'acquisizione di strumenti del mercato finanziario a lungo termine si è mantenuta quasi allo stesso livello dell'anno precedente. Questo fatto rispecchia in parte le previsioni sfavorevoli circa i profitti e la persistente sostenutezza della preferenza per la liquidità, ma è anche il risultato della forte quota del risparmio a lungo termine investito nello scorso anno nell'edilizia, che ha registrato un incremento superiore al 20%. Al principio del 1965, sono state prese ulteriori misure dirette a rafforzare l'interessamento negli strumenti del mercato dei capitali. In gennaio, per creare un mercato per la carta ipotecaria, gli istituti di credito sono stati autorizzati ad effettuare cessioni di tale carta a fondi di assicurazione e di pensione. In marzo, in un disegno di legge concernente la riforma della imposizione sulle società, il governo ha proposto che, a partire dal 1966, a mezzo di un credito d'imposta a favore di residenti sui dividendi da loro ricevuti, venga aumentato il rendimento effettivo delle azioni in misura del 25%.

Nella primavera del 1964, in conseguenza del prestito lanciato dal Tesoro e dei cospicui pagamenti per imposte, i mercati del danaro e dei capitali hanno subito una sensibile restrizione. Per allentare la tensione, in parte allo scopo di evitare qualsiasi afflusso di fondi dall'estero, le autorità hanno ridotto temporaneamente il coefficiente di liquidità. Ma, al tempo

stesso, per limitare il ricorso al credito della banca centrale, hanno maggiorato dal 6 al 7,5% i saggi relativi alla carta messa in pensione "B" (il cosiddetto "super-enfer"). Dal giugno 1964 in poi, in effetti, le autorità hanno cominciato ad impiegare il coefficiente di liquidità, che dal maggio 1963 era rimasto al 36%, come un regolatore del mercato del danaro. Fra il giugno ed il dicembre, esso è stato modificato cinque volte, toccando la punta minima del 33%, ma in gennaio è stato di nuovo portato al suo livello originario.

Durante tutto il 1964 e al principio del 1965, il saggio di sconto della Banca di Francia è stato mantenuto al 4%. Congiuntamente all'azione di contenimento del bilancio, la politica monetaria ha ottenuto gradualmente il risultato di far rallentare l'aumento dei prezzi e dei salari, sebbene non abbia potuto evitare un certo ristagno negli investimenti privati. Nel gennaio 1965, le autorità hanno ridotto dal 3,75 al 3,60% il saggio di base (cioè, il cosiddetto saggio "T", precedentemente collegato con il saggio di sconto) che regola i saggi d'interesse sui crediti delle banche. Successivamente, l'8 aprile, lo stesso saggio di sconto è stato ridotto al 3,5% e il cosiddetto saggio "super-enfer" portato nuovamente al 6%. Sempre nello stesso mese, in previsione di una tensione stagionale sul mercato monetario, si è provveduto a ridurre temporaneamente il coefficiente di liquidità. Da ultimo, a fine aprile, il saggio "T" è stato portato al 3,35%. Sebbene queste misure significhino più bassi costi per i finanziamenti e condizioni piuttosto stabili del mercato monetario, gli obiettivi essenziali della politica perseguita sono rimasti quasi invariati. Pertanto, si prevede che nel 1965 il bilancio sarà approssimativamente in equilibrio, mentre il limite quantitativo del credito continua a restare in vigore. Per di più, sono considerati tuttora necessari i controlli diretti sui prezzi, sebbene le autorità si stiano muovendo per introdurre un sistema di controlli più flessibili.

*Italia.* Dal 1962 all'incirca, le autorità si sono trovate, nella politica da seguire, di fronte ad un contrasto fra stabilità dei prezzi ed equilibrio verso l'estero, da un lato, ed espansione economica dall'altro. Ciò è dipeso dal fatto che, dopo molti anni di progresso, grosso modo, parallelo, salari e stipendi hanno preso a salire assai più rapidamente della produttività per uomo-ora. Questa evoluzione, che dapprima venne considerata come adeguamento strutturale nella quota di reddito nazionale assegnata al lavoro, si è protratta troppo a lungo, provocando, verso la fine del 1962, un saldo passivo verso l'estero. Nell'estate del 1963, allorché il saldo passivo aveva assunto serie proporzioni, le autorità cominciarono a prendere energiche misure per conseguire l'equilibrio verso l'estero, orientandosi, in un primo momento, verso restrizioni nel settore del credito e integrandole, successivamente, con disposizioni fiscali. Grazie anche all'andamento favorevole del commercio mondiale, queste misure produssero un capovolgimento spettacoloso nei conti con l'estero, che, a partire dalla primavera del 1964, hanno ripreso a segnare cospicui saldi attivi. Tuttavia, data la mancanza di moderazione sul fronte dei salari, non è stato possibile evitare una sensibile decelerazione negli investimenti industriali e nell'edilizia.

Durante il 1964, in seguito al consolidarsi della posizione verso l'estero, le autorità hanno potuto disporre di una crescente libertà di movimento per stimolare l'attività economica. Nel settore monetario, la liquidità degli istituti di credito è andata aumentando nella primavera, in concomitanza con il passaggio da un saldo passivo ad un saldo attivo nella bilancia dei pagamenti. Nel 1964 anche le operazioni del Tesoro hanno contribuito considerevolmente a migliorare la situazione di liquidità delle banche: in effetti, all'incirca nella stessa misura che nel 1963. Sebbene nel 1964 il disavanzo ordinario del bilancio pubblico sia stato di dimensioni assai più modeste, i fondi forniti dal Tesoro alle autorità locali e agli istituti ed imprese di natura semipubblica sono stati molto più cospicui. Complessivamente, l'afflusso di divise estere e le operazioni di finanziamento da parte del Tesoro hanno fornito alle banche fondi liquidi per circa lire 1.100 miliardi, che hanno compensato in misura più che ampia il drenaggio sulla liquidità di lire 875 miliardi, dovuto all'aumento normale delle riserve obbligatorie e degli averi in riserve liquide detenuti dal pubblico. Purtuttavia, le autorità hanno adottato altre misure dirette per accrescere la liquidità bancaria, le quali miravano contemporaneamente ad attenuare le pressioni sul mercato dei capitali e ad incoraggiare gli investimenti. Nell'autunno sono state pertanto modificate le disposizioni che regolano la composizione delle riserve obbligatorie dell'organizzazione centrale delle casse di risparmio; in base alle nuove norme possono ora entrare a far parte di tali riserve obbligazioni a più lungo termine emesse dal governo e dagli istituti semipubblici. Nell'intero anno, la Banca d'Italia ha inoltre acquistato sul mercato aperto un considerevole volume di titoli a più lungo termine. Nel 1964, gli istituti di credito hanno perciò ricevuto liquidità addizionale per circa lire 400 miliardi attraverso questi due canali. Nel corso dell'anno le banche sono state così aiutate a ridurre sensibilmente il loro indebitamento netto verso l'estero e verso la Banca d'Italia, nonché ad aumentare i loro averi in carta del Tesoro per la parte eccedente le riserve obbligatorie.

Sebbene il credito sia andato facendosi sempre più abbondante, la domanda dell'economia per crediti bancari è rimasta assai debole. La ragione di ciò può essere ascritta in larga misura alla persistenza delle previsioni sfavorevoli circa lo sviluppo dell'attività economica, dovute, a loro volta, alla progressiva riduzione dei margini di profitto registrata negli anni recenti. Sebbene non sia possibile misurare esattamente l'ampiezza di tale riduzione, una prova di essa è data dal fatto che l'aliquota del reddito nazionale rappresentata da salari e stipendi è passata da poco più del 52% nel 1961 a quasi il 60% nel 1964. Ad ogni modo, lo scorso anno, il totale dei crediti accordati dagli istituti bancari è aumentato soltanto del 3% rispetto ad un incremento del 21% nel 1963 e di quasi il 24% nel 1962. Nel 1964, l'aliquota dei prestiti a breve sul predetto totale ha manifestato la tendenza a ridursi, mentre i crediti a medio ed a lungo termine hanno continuato a espandersi abbastanza rapidamente. Nello scorso anno, gli averi delle banche in obbligazioni a più lungo termine emesse da istituti speciali e da altri enti sono inoltre cresciuti di circa lire 460 miliardi, ovvero del 24%, cioè con lo stesso ritmo che nel 1963.

In queste circostanze, nel 1964 è stato necessario ricorrere sempre più ampiamente a misure di bilancio pubblico, allo scopo di imprimere uno stimolo più attivo all'economia. Tuttavia, tenuto conto della riduzione del risparmio aziendale provocato dai crescenti redditi, tali misure hanno generalmente perseguito l'obiettivo di contrarre i consumi e riattivare gli investimenti privati e pubblici. In agosto il governo ha deciso di far assumere dallo stato il finanziamento di alcune prestazioni della previdenza sociale con un alleggerimento dell'onere per contributi gravanti sui datori di lavoro che, alla fine dell'anno, sarebbe ammontato a lire 70 miliardi. In settembre, il bilancio di previsione per il 1965 è stato stilato in modo che, in conformità delle raccomandazioni della CEE, la spesa globale non dovrà aumentare più del 5%. In base al bilancio, l'aliquota per investimenti "produttivi e sociali" sul totale della spesa dovrà aumentare dell'11%. D'altro lato, per rianimare la domanda in alcuni settori depressi, più avanti nell'anno il governo ha abolito l'imposta speciale sugli acquisti di automobili, precedentemente introdotta come misura di emergenza, e ha soppresso le restrizioni emanate sulle vendite rateali di alcuni beni di consumo durevoli.

Il rendimento medio delle obbligazioni governative a lungo termine, che, alla fine del 1962, era del 4,88%, ha continuato a salire fino al giugno 1964, raggiungendo il livello del 6,05%. Negli stessi diciotto mesi il rendimento delle obbligazioni industriali è passato dal 6,11 all'8,57%. Nelle ultime fasi di questa evoluzione, la propensione alla liquidità ha svolto una funzione di crescente importanza, ma a partire all'incirca dalla metà dell'anno la domanda di titoli si è alquanto rianimata e i saggi si sono orientati in diminuzione. Per il 1964 nel complesso, le emissioni sul mercato dei capitali sono state più cospicue che nel 1963, rispecchiando soprattutto un sensibile incremento nelle emissioni di obbligazioni da parte di imprese industriali aventi carattere semipubblico e una ripresa delle emissioni azionarie rispetto al livello cui erano scese nel 1963.

Nei primi mesi del 1965 la domanda di credito è rimasta debole; in febbraio il rapporto fra prestiti e depositi degli istituti di credito è sceso al 74,7%, il livello più basso registrato dall'inizio del 1963. In marzo, il rendimento dei titoli governativi a lungo termine era del 5,35% e quello delle obbligazioni industriali del 7,30%. Durante questi mesi sono stati intensificati gli sforzi per stimolare gli investimenti. In gennaio il governo ha approvato l'istituzione di un fondo speciale di lire 100 miliardi per aiutare le imprese industriali di piccola e media dimensione. Si è pure deciso di prorogare l'attività della Cassa per il Mezzogiorno, alla quale, nei prossimi cinque anni, verranno erogate lire 1.700 miliardi per scopi di sviluppo. Successivamente, nel marzo, il governo ha emanato una nuova serie di provvedimenti per riattivare l'economia. Queste misure prevedono, fra l'altro, il finanziamento di un programma accelerato di opere pubbliche, costruzioni di carattere sociale e autostrade, facilitazioni per il credito a medio termine destinato ad acquisti di attrezzature da parte di aziende di dimensioni relativamente modeste, agevolazioni tributarie per l'edilizia e miglioramenti dell'assicurazione contro la disoccupazione. I contributi per la previdenza sociale versati

dai datori di lavoro sono stati, inoltre, ridotti per un importo che nei dodici mesi successivi ammonterà all'equivalente di lire 127 miliardi.

*Paesi Bassi.* Gli sviluppi registrati nel 1964, e le misure all'uopo adottate, hanno rispecchiato in modo ampio le conseguenze degli aumenti salariali, insolitamente cospicui, intervenuti per effetto delle contrattazioni dell'autunno 1963. Già a quel tempo, in previsione delle tensioni che si sarebbero determinate, si era provveduto a render più rigida la politica di bilancio, a emettere un prestito pubblico in eccedenza del fabbisogno e a emanare nuove norme per il controllo dei prezzi. In aggiunta, venne ripristinato un limite all'incremento del credito bancario e più tardi, nel gennaio 1964, il saggio ufficiale di sconto fu portato dal 3,5 al 4%. In effetti, nel 1964, l'aumento medio salariale è risultato in definitiva del 17%, mentre i prezzi sono saliti, nella misura all'incirca prevista, cioè del 6%. Nei primi mesi del 1964, le importazioni, conformemente in tutto all'attesa, hanno subito una forte accelerazione, contribuendo ad un cospicuo saldo passivo della bilancia dei pagamenti nella prima metà dell'anno. Tuttavia, questa variazione sembra sia da attribuire meno allo sviluppo dei consumi, che lo scorso anno è stato del 6% in termini reali, che al notevole incremento, senza dubbio indotto, negli investimenti fissi privati e nelle scorte. A ciò si sono venuti ad aggiungere gli investimenti sia del governo che delle autorità locali, che hanno assunto un ritmo eccezionalmente rapido, tanto da contribuire nel 1964 per circa il 27% all'aumento, in termini monetari, degli investimenti interni lordi.

Nello scorso anno, fra gli elementi informatori del programma di politica economica vi era quello che il settore pubblico avrebbe dovuto rimanere neutrale nel campo monetario, astenendosi dal fare ricorso netto al credito a breve. Il governo si è infatti attenuto a questo criterio. Sebbene il suo fabbisogno netto di fondi sia cresciuto da fiorini 310 milioni nel 1963 a fiorini 730 milioni nel 1964, il governo è ricorso al mercato dei capitali per un ammontare alquanto superiore a quello indicato. Diverso è stato il comportamento delle autorità locali. Nonostante esse abbiano raccolto fondi sul mercato dei capitali in misura cospicua, tanto da passare da fiorini 1.150 milioni nel 1963 a fiorini 1.700 milioni nel 1964, il loro fabbisogno di fondi è stato assai più elevato, essendo il relativo importo netto salito da fiorini 1.440 a 2.210 milioni. Di conseguenza, si è dovuto ricorrere al finanziamento a breve e alla riduzione di attività liquide per circa fiorini 500 milioni.

Il limite per l'espansione del credito bancario, sia pure rettificato per variazioni stagionali, è stato del 10% per l'anno nel suo complesso. Basato sulla premessa della neutralità monetaria nel settore pubblico, questo limite è stato calcolato in modo da mantenere la creazione di liquidità interna intonata con lo sviluppo previsto del prodotto nazionale reale. Come ulteriore fattore di contenimento, si è permesso che il saldo passivo della bilancia dei pagamenti producesse i suoi effetti sulla liquidità bancaria, inducendo le banche a effettuare prelievi sulle loro attività monetarie estere.

Praticamente, nello scorso anno il credito bancario a breve concesso al settore privato è aumentato di circa il 12%, oltrepassando in tal modo il limite prescritto e costringendo le banche a collocare fondi in depositi infruttiferi presso la banca centrale. Inoltre, le banche hanno accresciuto i loro crediti a medio termine e verso il mercato dei capitali di oltre fiorini 900 milioni, ossia del 23%. D'altro lato, le attività liquide interne dell'economia, compresi i crediti a breve verso il settore pubblico, sono aumentate di non più del 10%. Tale incremento, che, nonostante il saldo passivo verso l'estero, è stato all'incirca uguale a quello del 1963, è andato oltre la norma assunta dalle autorità. Ma, tenuto conto degli adeguamenti notevoli di salari e prezzi nonché del ricorso al finanziamento a breve da parte delle autorità locali, era difficile evitare un'espansione monetaria di queste dimensioni. Per di più, l'incremento nel prodotto nazionale reale, che è stato di circa il 7,5%, è risultato molto superiore alle stime iniziali. Si aggiunga che la misura delle restrizioni monetarie è stata assai considerevole, ove si tenga presente l'incremento del 15% del prodotto nazionale in termini monetari. Invero, già nell'estate del 1964 le partite correnti sono andate nuovamente avviandosi all'equilibrio.

In seguito al forte aumento dei saggi d'interesse intervenuto sul mercato monetario nella prima metà del 1964, la Nederlandsche Bank ha portato in giugno il saggio di sconto dal 4 al 4,5%. All'incirca nello stesso periodo anche il rendimento dei titoli governativi a lungo termine, che si era accresciuto notevolmente verso la fine del 1963, ha subito un balzo, toccando in agosto un livello di circa il 5,4% contro soltanto il 4,3% dell'autunno dell'anno precedente. A tale livello, si è verificata una "esplosione" negli acquisti, specie di obbligazioni pubbliche, da parte di residenti esteri, che tendenzialmente ha avuto la conseguenza non solo di allentare la restrizione del credito in atto, ma anche di gonfiare le riserve ufficiali. Nell'autunno, le partite correnti hanno registrato di nuovo un avanzo.

Nel 1964, i fondi netti raccolti sul mercato dei capitali sono ammontati a fiorini 6,4 miliardi, segnando un aumento di circa il 25% rispetto al 1963. Mentre l'indebitamento del settore pubblico è cresciuto considerevolmente, quello del settore privato, principalmente sotto forma di crediti ipotecari e di altri crediti diretti, è aumentato ancora di più. Gli investimenti esteri sul mercato olandese, anche se di entità consistente, non hanno rappresentato più di un ottavo dell'incremento globale nei fondi a lungo termine. In altre parole, in una situazione di redditi in forte aumento, i saggi d'interesse più elevati si sono rivelati un notevole polo d'attrazione anche per i capitali interni. Nella primavera del 1965, i rendimenti degli investimenti a lungo termine hanno continuato a rimanere a livelli non molto inferiori a quelli dell'estate scorsa.

Nel 1965, si è fatta sentire ancora la necessità di una politica orientata in senso restrittivo. Mentre, nello scorso anno, i costi salariali per unità di prodotto sono cresciuti del 10%, nel 1965 gli aumenti dei salari, che secondo le stime dovrebbero risultare in media di almeno il 9%, risulteranno di

nuovo superiori agli incrementi della produttività. Se si tiene presente l'andamento favorevole delle esportazioni, maggiorazioni salariali di queste dimensioni possono apparire, in parte, un adeguamento di carattere strutturale ai livelli prevalenti in altri paesi. Ciò nonostante, vi sono dei limiti entro cui possono avvenire aggiustamenti di questa fatta e non si deve permettere che essi si estendano eccessivamente nel tempo. Un altro fattore che complica le cose è la prevista riduzione nelle imposte sul reddito, che in parte avrà applicazione a partire dalla metà del 1965. In queste condizioni, le autorità si stanno sforzando, anche mediante una più stretta sorveglianza sui finanziamenti delle autorità locali, di rimanere aderenti alla norma della neutralità monetaria nel settore pubblico. Si aggiunga che nel 1965 il limite all'espansione del credito bancario dovrà essere nuovamente del 10%. Si ha in generale l'impressione che la politica monetaria dovrà continuare a sopportare un notevole peso di restrizioni.

*Belgio.* Nello scorso anno, la migliorata posizione di bilancio ed un mercato dei capitali più ricettivo hanno consentito al Belgio di consolidare la situazione delle finanze pubbliche. Il bilancio ordinario è passato da un disavanzo di fr.belgi 3,5 miliardi nel 1963 ad un avanzo di fr.belgi 2,5 miliardi nel 1964. Sebbene il disavanzo del bilancio straordinario sia aumentato di alquanto (soprattutto a causa di programmi di lavori pubblici iniziati precedentemente), il fabbisogno netto di fondi da parte del Tesoro è diminuito da fr.belgi 24,5 miliardi nel 1963 a circa fr.belgi 13,5 miliardi lo scorso anno. E, mentre nel 1963 il Tesoro poté raccogliere soltanto fr.belgi 2,9 miliardi sul mercato dei capitali, nel 1964 tale importo è salito a fr.belgi 7,9 miliardi. Su questo totale, inoltre, l'indebitamento netto a lungo termine è ammontato a non meno di fr.belgi 15,3 miliardi, mentre quello a medio termine si è ridotto di fr.belgi 7,4 miliardi. Data la più ampia disponibilità di fondi sul mercato dei capitali, lo scorso anno il Tesoro ha potuto in ampia misura rinunciare a fare ricorso a crediti esteri a breve tramite il sistema bancario, che nel 1963 erano serviti a soddisfare circa la metà del suo fabbisogno netto di fondi.

In complesso, le emissioni nette di titoli sono cresciute da poco meno di fr.belgi 28 miliardi nel 1963 ad oltre fr.belgi 35 miliardi nel 1964, sebbene questo livello sia stato ancora notevolmente al disotto dell'importo di fr.belgi 51 miliardi raggiunto nel 1962. La migliore ricettività del mercato può essere attribuita soprattutto all'attrattiva dei saggi d'interesse più alti che sono prevalsi per la maggior parte dello scorso anno. Il rendimento medio delle obbligazioni governative con scadenza da 5 a 20 anni, per esempio, era salito nel marzo 1964 a circa il 5,5% da approssimativamente il 4,6% un anno prima e per il resto del 1964 è stato di non meno del 5,7%. Per quanto riguarda le obbligazioni emesse dopo il dicembre 1962, che in quel periodo vennero assoggettate ad un'imposta cedolare del 15%, per quasi tutto il 1964 il rendimento delle emissioni governative ha oscillato fra il 6,4 e il 6,5%. Nello scorso anno, un altro fattore favorevole, che sta alla base degli sviluppi sul mercato dei capitali nel Belgio, è stato l'annuncio dato in marzo

dal governo tedesco che anche agli averi esteri in obbligazioni tedesche sarebbe stata applicata un'imposta cedolare. Questo fatto ha provocato il rimpatrio di fondi belgi che erano stati investiti in Germania nel 1963.

Nel luglio 1963 erano state introdotte, su scala limitata, misure rivolte a ridurre l'espansione del credito bancario al settore privato, proprio nel momento in cui il saggio di sconto di base era stato portato dal 3,5 al 4%. Poichè i prestiti bancari continuarono ad espandersi rapidamente, in ottobre il saggio di sconto subì un ulteriore incremento al 4,25%. Contemporaneamente la Banca nazionale aumentò dello 0,75% quelli fra i saggi da essa praticati sul proprio credito che, di solito, influiscono sul costo delle anticipazioni concesse dalle banche.

Dato il persistere delle forze inflazionistiche, all'inizio del 1964 le autorità ritennero necessario adottare misure più dirette. In un "gentleman's agreement" concluso su iniziativa della Banca nazionale, per il 1964 gli istituti bancari si impegnarono a non aumentare il credito da essi accordato di più del 10%, ossia di circa la metà del saggio di espansione del 1963. Entro questi limiti, la preferenza doveva essere conferita al finanziamento di investimenti fissi, mentre dovevano essere ridotti i crediti al consumo e quelli accordati per l'acquisto di scorte. Nonostante queste disposizioni, nella prima metà del 1964 il credito bancario ha tuttavia continuato a crescere, sicchè nel luglio la Banca nazionale è stata indotta a inasprire le proprie misure. In questo periodo, il sistema di riserva monetaria, annunciato nel dicembre 1961, venne applicato per la prima volta, su scala modesta, e le banche furono invitate a depositare su conti infruttiferi presso la Banca nazionale un importo equivalente all'1% delle loro passività monetarie e quasi monetarie. La Banca nazionale portò inoltre il saggio di sconto al 4,75% e inasprì le condizioni per il risconto della carta commerciale. Sembra che per l'intero 1964 il programma di restrizioni abbia conseguito buoni risultati. Il credito bancario al settore privato è cresciuto di circa l'11% contro il 21% dell'anno precedente. Questo effetto, unitamente alla minore misura in cui il governo ha fatto ricorso ai finanziamenti monetari, ha contribuito a moderare il ritmo della formazione delle attività liquide. Le passività monetarie e quasi monetarie del sistema bancario, che nel 1963 erano aumentate di più del 10%, lo scorso anno sono cresciute circa del 7%.

All'inizio del 1965 la pressione delle domanda si è attenuata principalmente per quanto riguarda gli investimenti privati in determinati settori. Sebbene le tensioni inflazionistiche fossero ancora abbastanza diffuse, le autorità hanno continuato a seguire una politica di contenimento sia del bilancio che del credito. Si stanno compiendo tentativi per scaglionare nel tempo gli investimenti pubblici e ridurre l'espansione delle spese per consumi pubblici. Nel settore monetario, il limite per l'aumento del credito bancario rimane in vigore all'incirca sulle stesse basi del 1964. Nella primavera del 1965, allo scopo di imprimere uno stimolo selettivo all'economia privata, le autorità monetarie hanno di nuovo consentito agli istituti di credito privati e pubblici di accordare liberamente prestiti per investimenti.

*Germania.* Al principio del 1964, la stabilità interna è stata minacciata da una situazione evidente di "inflazione importata". In gran parte per effetto di condizioni inflazionistiche nei paesi confinanti, le esportazioni andavano fortemente accelerando. Inoltre, per una gamma di motivi, fra i quali il crescente saldo attivo verso l'estero non era il minore, gli acquisti di titoli tedeschi da parte di non residenti stavano intensificandosi. Le misure delle autorità per porre riparo a questa situazione, sebbene dirette prevalentemente ad assicurare che i movimenti di capitali non avvenissero in modo incontrollato, furono ampie e lungimiranti. Nel marzo 1964, il governo ha presentato una proposta di legge per l'istituzione di un'imposta del 25 % sulle cedole di obbligazioni tedesche detenute da non residenti e per l'abolizione dell'imposta del 2,5 % sulle nuove emissioni di titoli, quest'ultima per incoraggiare i residenti esteri a fare ricorso al mercato dei capitali in Germania. Contemporaneamente, la Bundesbank ha ripreso a fornire dollari alle banche sulla base di impegni di riporto a saggi inferiori a quelli di mercato, ponendo come condizione che questi fossero utilizzati per l'acquisto di buoni del Tesoro americano. In aggiunta, sono state portate al massimo consentito le percentuali minime delle riserve bancarie per i depositi di non residenti, percentuali che non si applicano nella misura in cui tali passività trovino la loro contropartita nell'acquisto di attività estere a breve. Come ulteriore misura, è stato ripristinato il divieto di pagare interessi sui depositi vincolati di residenti esteri.

All'incirca nel periodo in cui tali provvedimenti sono andati imprimendo una nuova fisionomia al conto capitali della bilancia dei pagamenti, le misure di stabilizzazione adottate in altri paesi hanno contribuito ad un deciso rallentamento nello sviluppo delle esportazioni tedesche. In tal modo, quello che si era annunciato come un saldo attivo, disequilibratore, di grandi proporzioni ha potuto essere evitato con successo. Nel frattempo, però, in parte come conseguenza della domanda esterna, gli investimenti all'interno avevano assunto considerevole entità, determinando, in combinazione con il vivace sviluppo di altre componenti della domanda, un movimento ascendente delle importazioni. In vista sia della mutata tendenza verso l'instaurarsi di un saldo passivo verso l'estero sia della diffusa applicazione di politiche di contenimento negli altri paesi, gradualmente le autorità monetarie hanno ritenuto di poter disporre di una maggiore libertà di movimenti per la loro azione all'interno. Pertanto, nel luglio 1964 è stato deciso di aumentare del 10 % (con effetto dall'agosto successivo) le percentuali minime delle riserve bancarie per i depositi di residenti. Contemporaneamente, allo scopo di rafforzare la barriera contro l'afflusso di fondi, le autorità hanno provveduto a ridurre il limite di risconto per ciascuna banca in ragione dell'ammontare del suo indebitamento verso l'estero eccedente la media registrata nei mesi gennaio-giugno 1964. Poi, nel gennaio 1965, il saggio ufficiale di sconto, che era invariato dal maggio 1961, è stato portato dal 3 al 3,5 %. Per di più, certe misure, introdotte principalmente per modificare le norme di base che regolano l'attività bancaria, hanno anch'esse avuto un'influenza restrittiva.

Nel 1964, gli istituti di credito sono stati sottoposti ad una crescente tensione. Nelle sue transazioni all'interno il governo federale ha continuato ad assorbire fondi per quasi tutto l'anno, effettuandone il deposito presso la Bundesbank. Per di più, a partire all'incirca dalla primavera il passivo della bilancia dei pagamenti ha influito in senso negativo sulla liquidità delle banche. Tutto ciò, aggiunto all'incremento nelle percentuali delle riserve obbligatorie e nella circolazione monetaria, ha prodotto come risultato complessivo dell'anno una forte riduzione delle attività liquide delle banche. Tuttavia, in dipendenza delle misure che erano state adottate nei primi mesi dell'anno, le banche sono state indotte a non liquidare le attività a breve da loro possedute all'estero. Esse hanno provveduto, invece, alle proprie necessità principalmente mediante cessioni alla Bundesbank di carta del mercato monetario per un ammontare di DM 2,2 miliardi, nonché il ricorso al credito della banca centrale per complessivi DM 2 miliardi. Nei primi mesi del 1965, la pressione sulla liquidità è continuata, rispecchiandosi in saggi d'interesse per il danaro alla giornata decisamente superiori al saggio di sconto.

Nel 1964, nonostante la remora costituita dal deterioramento nella loro posizione liquida, il credito totale concesso dagli istituti bancari (esclusi gli acquisti di obbligazioni di banche) è aumentato di DM 30,5 miliardi, ossia di circa il 14%, in confronto di un incremento di DM 25,6 miliardi, ovvero di poco più del 13% nel 1963. Nello scorso anno, il credito bancario a breve ricevuto dal settore delle imprese (esclusa l'edilizia) ha assunto un ritmo molto più rapido, essendo il fabbisogno finanziario netto di tale settore passato da DM 11,1 miliardi nel 1963 a DM 16 miliardi nel 1964. Inoltre, i prestiti bancari a lungo termine all'edilizia hanno registrato un incremento relativamente cospicuo. Infine, nello scorso anno le autorità locali, insieme alle ferrovie federali, hanno fatto ricorso in misura considerevolmente maggiore al credito bancario a medio e a lungo termine, in parte come conseguenza della difficoltà di trovare finanziamenti sul mercato dei capitali. Per quanto riguarda le operazioni passive, nel 1964 i depositi a risparmio sono saliti sensibilmente, e così pure le emissioni di obbligazioni bancarie.

Per quel che si riferisce al mercato dei capitali, il 1964 è stato un anno di considerevoli mutamenti. Gli acquisti netti di titoli tedeschi a reddito fisso, che in precedenza erano stati in media di DM 500 milioni per trimestre, hanno cessato di colpo dopo l'annuncio dato in marzo della proposta di legge concernente l'imposta cedolare del 25% e sono stati seguiti da vendite nette per oltre DM 500 milioni nel secondo trimestre. In conseguenza, il rendimento delle obbligazioni all'interno è salito sensibilmente, in particolare quello delle emissioni pubbliche che dal 5,8% in marzo è passato al 6,3% nell'estate. In seguito, le transazioni nette su titoli tedeschi da parte di non residenti sono diventate trascurabili. Peraltro, attratti dai più elevati rendimenti, i fondi tedeschi hanno cominciato ad affluire sul mercato in quantitativi crescenti, con il risultato che nel 1964 le emissioni nette di obbligazioni sono ammontate a DM 14,4 miliardi, cioè sono state del 18% più ampie che nel 1963. Se si includono le azioni, l'incremento

registrato nel 1964 è stato ancora maggiore. Le obbligazioni ipotecarie e comunali emesse dalle banche sono molto cresciute, mentre quelle delle autorità pubbliche sono scese di alquanto al disotto del livello del 1963. Le emissioni estere sul mercato tedesco, cui non si applica l'imposta cedolare, sono balzate da DM 107 milioni nel 1963 a DM 890 milioni nel 1964, parzialmente dovute a operazioni di scambio negli investimenti da parte di non residenti. Verso la fine del 1964 e agli inizi del 1965, allorquando la contrazione della liquidità ha provocato la riduzione negli acquisti di titoli da parte delle banche, i rendimenti a lungo termine sono ulteriormente saliti, toccando a partire dal maggio il livello di circa il 7%.

E' vero che, a partire dalla primavera del 1964, la posizione meno favorevole della bilancia dei pagamenti ha fornito alle autorità l'occasione di intensificare le restrizioni monetarie all'interno. Non se ne deve inferire, tuttavia, che lo strumento monetario sia il più efficace ai fini della presente opera di stabilizzazione. Ai loro livelli correnti, i saggi d'interesse a lungo termine, nonostante l'imposta cedolare, potrebbero cominciare ad attrarre fondi esteri. Inoltre, già nel 1964 e all'inizio del 1965, le imprese sembra abbiano incrementato il loro indebitamento diretto verso l'estero. Nello scorso anno, un sostegno considerevole all'opera di stabilizzazione è stato offerto dal governo federale che ha provveduto a ridurre il suo disavanzo di cassa a meno di DM 560 milioni da DM 3,1 miliardi nel 1963. Si tratta, però, di un miglioramento più che compensato dall'incremento nei disavanzi dei Länder e delle autorità locali. Si aggiunga che il problema del contenimento fiscale è stato reso più grave dalla riduzione dell'imposta sul reddito per DM 2 miliardi con effetto dal gennaio 1965. Nello scorso anno, il settore pubblico nel complesso ha aumentato la sua spesa globale di circa il 9%, mentre gli investimenti propri del settore sono saliti di non meno del 15%. L'obiettivo, che le autorità si propongono, inteso a far sì che questo incremento globale sia proporzionato allo sviluppo del prodotto nazionale reale, non potrà mancare di procurare vantaggi sia sul piano interno che su quello esterno.

*Svizzera.* Negli anni recenti la politica economica ha dovuto affrontare il difficile problema di conciliare gli obiettivi interni con quelli esterni. I ricorrenti afflussi di cospicui capitali, che erano riusciti a infiltrarsi nel sistema monetario, hanno contribuito ad espandere eccessivamente credito e domanda, nonchè a far salire senza soste il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. In un primo momento le autorità hanno cercato di venire a capo del problema soprattutto attraverso il mantenimento di bassi saggi d'interesse, in parte per incoraggiare il deflusso di fondi, e l'immissione di lavoratori stranieri, allo scopo di evitare, all'interno, un'inflazione dei costi salariali. All'incirca alla metà del 1963, l'inflazione della domanda aveva tuttavia assunto una tale ampiezza che si dovette abbandonare questa politica. I saggi d'interesse furono pertanto lasciati aumentare e, in considerazione delle spese in conto capitali relative all'impiego della mano d'opera straniera, si adottarono provvedimenti per ridurne l'afflusso.

Nel marzo 1964 è stato introdotto un vasto programma di stabilizzazione, basato, in parte, su proposte che comportavano la concessione di nuovi poteri legislativi. Al fine di contenere direttamente l'ulteriore afflusso di capitali esteri, venne stabilito che le banche avrebbero dovuto depositare in conti infruttiferi presso la Banca nazionale il controvalore di tali fondi, qualora non fossero stati reinvestiti all'estero. Sul piano interno sono state adottate le seguenti misure: restrizioni all'edilizia, limitazioni all'immissione di mano d'opera straniera, inasprimento del controllo sulle emissioni di titoli e modesto abbassamento dei limiti alla concessione del credito bancario. Poichè queste misure erano rivolte a diminuire direttamente gli investimenti, essi hanno indirettamente aiutato a moderare l'incremento dei saggi d'interesse. Questo fatto ha, a sua volta, contribuito, fra l'altro, a ridurre al minimo l'incentivo al rimpatrio di capitali svizzeri, per i quali non esiste alcun controllo. Ad ogni modo, il rendimento delle obbligazioni governative a lungo termine che, alla metà del 1963 era di circa il 3,2%, nella tarda primavera del 1964 era salito a circa il 4%.

In effetti, le disposizioni relative all'afflusso di capitali esteri hanno manifestato immediatamente la loro efficacia, consentendo così al disavanzo delle partite correnti di cominciare a spiegare i suoi effetti sulla liquidità bancaria. Come era, tuttavia, da attendersi, il rimpatrio di capitali svizzeri detenuti all'estero hanno rappresentato una fonte alternativa di liquidità, sicchè le riserve ufficiali hanno continuato a crescere. Date queste circostanze, le autorità sono state indotte a prendere ulteriori misure. Nel luglio 1964, considerato l'elevato livello dei saggi del mercato monetario, che erano rimasti superiori al saggio ufficiale di sconto dalla fine del 1963, la Banca nazionale ha portato il saggio di sconto dal 2 al 2,5%. In agosto, con un'operazione di mercato aperto effettuata per assorbire liquidità, l'Istituto di emissione ha collocato presso le banche rescrizioni federali a breve, riscontabili, per fr.sv. 225 milioni. In ottobre, per ridurre l'effetto di liquidità di un prestito giunto a scadenza, la Confederazione ha collocato presso le banche un'emissione di certificati con scadenza di 5 anni per l'importo di fr.sv. 150 milioni. Per l'anno in complesso, la liquidità bancaria si è notevolmente ridotta, costringendo le banche a fare ricorso in misura abbastanza ampia al credito della banca centrale.

Mentre, nel 1963, i prestiti in conto corrente delle sessantadue banche rappresentative erano aumentati del 13%, nel 1964 l'incremento è stato soltanto dell'8,5%, aliquota assai inferiore al limite prescritto. Nello scorso anno, i prestiti ipotecari delle banche sono cresciuti meno rapidamente in termini di percento, ma la variazione è stata modesta. Nel passivo, l'espansione dei depositi di tutte le categorie è rallentata, ma è stata registrata una notevole accelerazione negli acquisti di obbligazioni bancarie a medio termine, che sono aumentati del 9% contro soltanto l'1% nel 1963.

Le nuove emissioni nette, che nel 1963 avevano superato del 27% il livello del 1962, sono state di alquanto ancor più cospicue lo scorso anno. Le emissioni estere nette sul mercato svizzero, che raggiunsero un massimo di fr.sv. 860 milioni nel 1961, declinarono ulteriormente da fr.sv. 530 mi-

lioni nel 1963 a fr.sv. 280 milioni nel 1964. Il controllo più rigoroso esercitato su queste emissioni, accompagnato dall'attrattiva che i più alti saggi d'interesse rappresentano per gli investitori, ha quindi agevolato un incremento netto delle emissioni di obbligazioni svizzere di oltre il 22%. Esso può essere ascritto ad una considerevole espansione nelle emissioni di cantoni, comuni e centrali elettriche, mentre quelle di banche e industria sono state alquanto meno ampie che nel 1963. Le emissioni azionarie sono rimaste invariate, rispecchiando la debolezza del mercato relativo.

Verso la fine del 1964 e all'inizio del 1965, la pressione della domanda, sebbene ancora eccessiva, si è un poco attenuata, provocando una notevole riduzione nel disavanzo delle partite correnti. Il rendimento delle obbligazioni governative a lungo termine, dopo avere manifestato una tendenza ascendente nella seconda metà del 1964, è recentemente sceso a circa il 3,9%. Per tutto il 1965, il saggio di espansione del credito bancario a breve non potrà superare quello del 1964, mentre il saggio di incremento per quello ipotecario è stato aumentato dell'11% unicamente per consentire il consolidamento dei crediti accordati all'edilizia. Lo scorso gennaio, quale ulteriore misura per assorbire liquidità, la Banca nazionale ha ceduto divise estere alle banche contro fr.sv. 473 milioni in valuta nazionale. In febbraio il governo ha deciso di ridurre in due anni le forze di lavoro straniere del 10%. Nello stesso mese il pubblico ha approvato con un referendum le proposte legislative introdotte il marzo dell'anno precedente. Analogamente a numerosi altri paesi, i bilanci del settore pubblico costituiscono un elemento negativo dell'attuale situazione. Le stime per il 1965 relative al bilancio della Confederazione presentano un avanzo di cassa assai minore ed i cantoni e comuni stanno rapidamente aumentando le loro spese.

*Austria.* Iniziatasi dal principio dello scorso anno con una ricostituzione delle scorte, la rapida espansione è stata sostenuta da incrementi nelle esportazioni e negli investimenti, soprattutto nell'edilizia. Sebbene la produzione non abbia raggiunto i limiti della capacità produttiva, i prezzi sono saliti sotto la spinta di miglioramenti salariali precedentemente concessi e anche la pressione sul mercato del lavoro è andata progressivamente aumentando. In primavera, pertanto, il governo ha deciso di introdurre un programma di stabilizzazione che prevedeva un'ulteriore liberazione degli scambi, riduzioni di alcuni dazi doganali e un incremento delle quote di lavoratori stranieri.

Nel 1964, gli istituti bancari, che avevano cominciato l'anno in una situazione di abbondante liquidità, hanno accresciuto il credito al settore privato del 15,8% contro il 7,4% nel 1963. Siccome la formazione dei depositi procedeva inoltre ad un saggio elevato, in parte in concomitanza con un persistente, sebbene più modesto, saldo attivo dei conti con l'estero, nel corso dell'anno la posizione di liquidità delle banche è ulteriormente migliorata. Perciò, quantunque la situazione del credito abbia continuato ad essere improntata ad una fondamentale abbondanza, le autorità hanno adottato diverse misure per contenere l'espansione della liquidità bancaria. In

settembre 1964 è stato deciso di aumentare le percentuali minime delle riserve obbligatorie di un punto e mezzo per tutte le categorie di depositi, immobilizzando così scellini 1,3 miliardi. All'incirca nello stesso tempo, i limiti massimi sui crediti, che sono collegati ai depositi, sono stati abbassati di due punti, riducendo così i margini di credito non utilizzati di scellini 1,4 miliardi. E' stato inoltre raggiunto un accordo con cui numerose banche si sono impegnate a non rimpatriare per un certo periodo scellini 1,7 miliardi delle loro attività estere.

Sembra che nella primavera del 1965 gli investimenti industriali abbiano accelerato il loro ritmo e, in seguito alla situazione più tesa esistente sul mercato del lavoro, si è affacciato il pericolo di un'accelerazione anche nei salari e nei prezzi. Date queste circostanze, si spera che il bilancio pubblico agisca da stabilizzatore. Mentre nel 1964 il disavanzo è stato di scellini 2,8 miliardi, di cui scellini 0,8 miliardi sono stati coperti con crediti esteri, il bilancio del 1965 dovrebbe praticamente essere in equilibrio, senza ricorso al credito estero da parte del governo. La politica monetaria ha continuato a perseguire l'obiettivo di contenere la liquidità bancaria. Nel febbraio 1965, allo scopo di consentire alla banca centrale di effettuare una politica di mercato aperto flessibile, sono state raggiunte nuove intese relative al diritto dell'istituto di emissione di convertire i propri crediti verso il governo in carta del mercato monetario. Mentre finora soltanto scellini 780 milioni hanno potuto essere convertiti in buoni del Tesoro, che dovevano essere venduti od acquistati al saggio fisso del 3,5%, la Banca nazionale può ora convertire un importo fino a scellini 3 miliardi e cedere o comperare tale carta a, o da, banche ad un saggio d'interesse nominale del 2%, ma a qualsiasi prezzo ritenuto appropriato per le necessità della sua politica. Infine, in aprile, su iniziativa del governo, le banche commerciali hanno ridotto i loro saggi debitori dello 0,50%, in parte per ridurre l'attrattiva che essi esercitavano sui fondi esteri.

*Svezia.* Nel 1964, la domanda globale, stimolata dagli investimenti pubblici, dalle spese per l'edilizia, dalle esportazioni e dall'accumulazione di scorte, è andata accelerando, spingendosi fino ai limiti dell'offerta. Importazioni, costi e prezzi hanno, di conseguenza, subito un notevole incremento. L'andamento del bilancio ha accentuato il problema creato dalla domanda. Nel secondo semestre del 1963, il bilancio pubblico, che aveva accumulato un cospicuo avanzo, cominciò a deteriorarsi e, nel 1964, è stato necessario fare ricorso al credito per cor.sv. 260 milioni. Per contribuire a ridurre la liquidità, le autorità hanno, tuttavia, impiegato attivamente lo strumento della gestione del debito pubblico. Nel 1964, la consistenza delle obbligazioni governative a lungo termine è cresciuta di quasi cor.sv. 590 milioni, che, per la maggior parte, sono state collocate fuori del sistema bancario. Il debito pubblico a termine più breve è stato ridotto di cor. sv. 330 milioni, di cui cor. sv. 260 milioni verso la Riksbank. Il rendimento delle obbligazioni governative è passato dal 5,22% in dicembre 1963 al 5,87% un anno dopo.

Per stimolare il movimento verso saggi d'interesse più elevati, all'inizio di novembre 1964 la Riksbank ha aumentato il saggio di sconto, in due fasi, al 5%. Inoltre, per limitare l'accesso al credito della banca centrale, nel febbraio 1964 la Riksbank ha introdotto un saggio di penalizzazione del 9% (cioè, due volte il saggio di sconto) per il credito ottenuto oltre determinati limiti. In novembre questo saggio è stato portato al 10%.

Nel 1964, l'incremento nel credito di tutte le categorie è stato di cor.sv. 9,2 miliardi contro cor.sv. 8,5 miliardi nel 1963. Tuttavia, l'aliquota convogliata attraverso il mercato dei capitali in senso lato (compresi i crediti erogati dalle istituzioni che ne fanno parte) è salita da circa il 71% nel 1963 all'82% l'anno dopo. Questo andamento rispecchia, da un lato, un cospicuo aumento nei crediti a lungo termine accordati alle autorità locali e al settore dell'edilizia di carattere privato e, dall'altro, una riduzione nell'espansione del credito concesso dalle banche commerciali al resto dell'economia, da cor.sv. 2,1 miliardi nel 1963 a meno di cor.sv. 1,6 miliardi nel 1964. L'espansione nelle passività monetarie e quasi monetarie del sistema bancario che, nel 1964, è ammontata al 7,5% è stata press'a poco uguale a quella dell'anno precedente. Ma, esaminato sullo sfondo del passaggio ad un disavanzo di bilancio, dell'incremento nelle riserve monetarie e del più cospicuo aumento nominale del prodotto nazionale, il grado di contenimento monetario applicato è stato notevole. Pare che il suo effetto sia stato, in una certa qual misura, attenuato dal ricorso a crediti commerciali esteri, ma l'accesso delle banche ai fondi esteri è sottoposto a controllo.

Si ritiene che, nel 1965, il bilancio ritornerà a presentare un avanzo, grazie, in parte, ad un aumento dell'imposta generale sugli acquisti, introdotto dalla metà dell'anno. Intanto, per quanto riguarda la domanda, hanno continuato a predominare condizioni inflazionistiche, provocate forse, parzialmente, dai maggiori acquisti effettuati in previsione dell'incremento delle imposte indirette. In febbraio, il governo ha di nuovo emesso un prestito a lungo termine e, in aprile, la Riksbank ha portato il saggio di sconto al 5,5% e quello di penalizzazione all'11%.

*Danimarca.* Dopo un ritorno di breve durata all'equilibrio verso la fine del 1963, la domanda ha ripreso a espandersi nel 1964, sotto l'impulso di un aumento del 22% negli investimenti fissi e di un cospicuo incremento nell'accumulazione delle scorte. Di conseguenza, le importazioni sono cresciute in maggior misura delle esportazioni, provocando la ricomparsa di un notevole disavanzo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Tale disavanzo non ha causato alcuna stretta monetaria, perchè esso è stato più che compensato da considerevoli importazioni di capitali, che hanno contribuito ad un incremento di cor.dan. 1,2 miliardi nelle riserve monetarie della Banca nazionale.

Nel 1964, la formazione di liquidità è stata in ampia misura limitata da un aumento nell'avanzo di cassa del governo, il quale ha sterilizzato presso la banca centrale cor.dan. 1,5 miliardi contro cor.dan. 0,6 miliardi nel 1963. Inoltre, nel marzo 1964, come misure dirette, le autorità hanno

differito di sei mesi l'inizio di tutte le costruzioni nel settore pubblico e, nell'estate, hanno vietato alle autorità locali di rivolgersi ulteriormente per credito all'estero. In giugno, il saggio ufficiale di sconto è stato portato dal 5,5 al 6,5%. In agosto sono stati fissati limiti per il ricorso al credito della Banca nazionale da parte delle banche commerciali ed è stato introdotto un saggio di penalizzazione del 6%, da pagare oltre e in più dei saggi normali, per le banche che superino tali limiti. Per l'anno nel suo complesso, le banche commerciali hanno tuttavia aumentato il loro indebitamento netto verso l'istituto di emissione di cor.dan. 380 milioni e la stessa banca centrale ha proceduto a migliorare alquanto la situazione della liquidità, effettuando acquisti netti di titoli governativi.

Nel 1964, il credito bancario al settore privato è cresciuto del 16%, ma l'espansione dei depositi è stata più lenta, avendo toccato soltanto il 12%. A causa di un ulteriore incremento nelle emissioni sul mercato dei capitali durante l'anno, i saggi d'interesse a lungo termine hanno continuato a salire sensibilmente, raggiungendo l'8-9% per la maggior parte delle obbligazioni ipotecarie. All'inizio del 1965, sembra che le condizioni creditizie più rigorose abbiano alquanto moderato la domanda, ma le spese del governo e delle autorità locali, nonché gli investimenti fissi privati e l'edilizia hanno continuato a progredire troppo rapidamente. Nel febbraio 1965 è stato concluso un accordo volontario, in base al quale le banche commerciali e le casse di risparmio dovranno depositare presso la Banca nazionale il 20% dell'incremento nei loro depositi e l'equivalente dell'aumento nelle loro passività estere nette. Nella primavera del 1965, il governo ha cercato di coprire il suo fabbisogno per le spese, in via di rapida espansione, attraverso l'aumento delle imposte, soprattutto indirette, e di realizzare ancora una volta un cospicuo avanzo di cassa. Ha pure deciso di scaglionare le spese per il suo programma pluriennale di costruzioni e di differire l'inizio delle nuove costruzioni alla metà di ottobre.

*Norvegia.* Lo scorso anno, fra tutti gli elementi della domanda, il più dinamico è stato quello delle esportazioni, che hanno continuato nel loro movimento ascendente iniziato nella primavera del 1963. Sebbene l'economia stesse operando quasi ai limiti di capacità e le importazioni fossero cresciute notevolmente, l'espansione delle esportazioni ha contribuito ad un cospicuo incremento delle riserve monetarie. Per contenere la domanda globale si è fatto affidamento soprattutto sulle restrizioni creditizie. Già nel 1963, il bilancio pubblico aveva assunto un orientamento diretto a stimolare maggiormente l'espansione e, nel 1964, il disavanzo generale, comprese le operazioni concernenti prestiti, è di nuovo cresciuto moderatamente. Contemporaneamente, però, l'accordo per la disciplina del credito per il 1964 stabiliva che le banche commerciali e le casse di risparmio non avrebbero dovuto aumentare il credito da esse concesso di più del 5-6%, invece del limite del 6-7% applicato nel 1963. Veniva, inoltre, specificato che i crediti in valute non avrebbero dovuto superare di più di cor.norv. 100 milioni il livello di dicembre 1963.

In pratica, il credito bancario al settore privato ha superato i limiti prescritti, perchè nel 1964 esso è cresciuto dell'8,6% contro il 6,9% nell'anno precedente. Ma siccome il prodotto nazionale lordo reale è aumentato del 6,3% contro il 5,3% nel 1963, il superamento dei limiti è in certo qual modo giustificato. Ciò che è più inquietante è la tendenza sfavorevole del bilancio che, nel 1965, prevede un'espansione della spesa del 15%. Grazie ad un incremento nell'aliquota dell'imposta sugli scambi dal 10 al 12%, si ritiene che le entrate di bilancio cresceranno. Tuttavia, in considerazione della sostenutezza della domanda globale e dei piani governativi per stimolare l'edilizia, si è ritenuto opportuno varare un bilancio più restrittivo. Date queste circostanze, l'accordo per la disciplina del credito per il 1965, che, in linea generale, è analogo a quello per il 1964, stabilisce che le banche devono limitare l'espansione del credito al 5,5-6% ed i loro prestiti in valute a cor.norv. 100 milioni, nonchè effettuare acquisti più cospicui di titoli governativi.

*Finlandia.* Nel 1964, l'economia ha ripreso a espandersi sotto la spinta del crescente volume delle esportazioni e degli investimenti fissi. Contemporaneamente, le importazioni sono salite in misura assai sensibile, rispecchiando soprattutto la domanda di beni d'investimento e di autoveicoli, mentre le esportazioni sono aumentate con un ritmo pari soltanto a metà di quello delle importazioni. L'andamento della domanda, da solo, non può spiegare questo movimento sfavorevole, dato che l'economia non aveva raggiunto una situazione di più che piena occupazione. Una spiegazione più pertinente è offerta dall'aumento nei costi di lavoro per unità di prodotto di circa il 9% e da un incremento nel costo della vita del 10%. A prescindere dagli adeguamenti risultanti dalle contrattazioni, i salari hanno subito due ritocchi automatici, dato che sono collegati ai prezzi, i quali, a loro volta, sono aumentati, in parte, perchè l'imposta sugli acquisti è stata estesa a tutte le merci vendute al minuto.

Nel 1964, l'attività bancaria si è andata sensibilmente accelerando: il credito al settore privato da parte degli istituti bancari è cresciuto del 14% e i loro depositi del 12%. Dopo il maggio 1964, quando i conti collegati per il 100% ad un indice sono stati esentati dalle imposte, i depositi vincolati sono cresciuti rapidamente. Nello scorso anno, una parte del fabbisogno di liquidità delle banche è stata soddisfatta mediante cessioni nette di divise estere alla banca centrale; perchè, sebbene le partite correnti della bilancia dei pagamenti fossero andate deteriorandosi, questo andamento è stato più che compensato da una consistente espansione nei crediti privati ricevuti dall'estero. Anche le banche hanno fatto ricorso al credito dell'istituto di emissione. Nel settore pubblico le nuove imposte dirette e indirette introdotte nel 1964 hanno contribuito a ridurre il disavanzo di bilancio. Il fabbisogno finanziario del governo è stato coperto, in parte, con crediti ricevuti al di fuori del sistema bancario, sebbene le nuove misure fiscali, per quanto riguarda i depositi collegati ad un indice, abbiano diminuito l'attrattiva dei prestiti governativi.

Lo scorso anno, il saggio di sconto di base della Finlandia è rimasto invariato al 7% e i limiti di risconto sono stati mantenuti ai livelli più bassi, ai quali erano stati portati nel 1963. Nel febbraio 1964, le banche hanno avuto l'invito a dare la precedenza ai crediti destinati a migliorare la produttività, nei confronti di quelli che sarebbero stati utilizzati per i consumi e l'accumulazione di scorte. Allo scopo di ridurre il ricorso eccessivo al credito, è stato pure raccomandato di collegare i saggi sui nuovi crediti con scadenza di più di un anno per il 50% all'indice dei prezzi ingrosso. In settembre, le banche sono state diffidate dal superare i loro limiti di risconto e nuovamente invitate a impiegare su più vasta scala la concessione di crediti vincolati al predetto indice. Per concorrere più direttamente a ridurre le importazioni, le condizioni relative alle vendite rateali di autoveicoli sono state inasprite una prima volta in novembre e, poi ancora, in aprile 1965, congiuntamente a quelle concernenti altri beni di consumo durevoli. E per terminare, in maggio, la Banca di Finlandia ha disposto che, a tutto ottobre 1965, i crediti concessi dalle banche commerciali non potranno salire più del 9% al di sopra del livello raggiunto all'inizio dell'anno. In pari tempo sono stati ampliati i limiti di risconto, ma le condizioni per i crediti destinati a finanziare le importazioni sono state rese più onerose. Alle banche è stato inoltre consentito di aumentare i loro saggi sui crediti a breve soprattutto per quanto riguarda il finanziamento delle importazioni.

*Spagna.* Dall'emanazione del programma di stabilizzazione, avvenuta nel 1959, la Spagna ha compiuto notevoli progressi economici, grazie, soprattutto, al crescente grado di integrazione della sua economia con quella internazionale. In seguito all'afflusso di capitali, agli introiti dal turismo e alle rimesse dei lavoratori spagnoli all'estero, è stato possibile finanziare una rapida espansione delle importazioni, specialmente di beni strumentali, pur aumentando senza interruzione le riserve monetarie del paese. Nella scia del progresso, si sono peraltro affacciati alcuni problemi. Il saldo attivo verso l'estero ha proceduto parallelamente con le pressioni inflazionistiche all'interno, che hanno manifestato la tendenza a concentrarsi soprattutto nel settore dei generi alimentari e in quello dell'edilizia. Dopo un periodo di relativa stabilità nel 1963, nell'anno seguente i prezzi hanno ripreso a salire rapidamente.

Lo scorso anno il saldo attivo verso l'estero non è stato tuttavia l'unico fattore ad agire nel senso di far aumentare la liquidità bancaria, poichè gli enti pubblici si sono rivolti per credito alla Banca di Spagna in misura assai più cospicua. Ciò ha consentito alle banche non soltanto di ridurre il loro indebitamento verso la banca centrale, che è sceso di oltre pesetas 11 miliardi, ma anche di accelerare la loro attività creditizia. Nello scorso anno, il credito al settore privato da parte del sistema bancario (compresa la banca centrale) è cresciuto del 21%, cioè press'a poco con lo stesso ritmo dell'anno precedente. L'accelerazione si è verificata piuttosto nel credito al settore pubblico che è aumentato del 17% contro incrementi del 7% nel 1963 e del

4% nel 1962. Nel 1964 questi due sviluppi sono stati accompagnati da un'espansione nelle passività monetarie e quasi monetarie del sistema bancario del 21% contro un incremento del 17% nell'anno precedente.

Nel 1964, le emissioni nette sul mercato dei capitali, che erano già cresciute sensibilmente da pesetas 30,9 miliardi nel 1962 a pesetas 53,6 miliardi nel 1963, hanno registrato un'ulteriore espansione a pesetas 63,4 miliardi. L'aumento verificatosi lo scorso anno è dovuto quasi interamente ad emissioni più cospicue del settore pubblico, che sono state sottoscritte soprattutto da banche commerciali e casse di risparmio. Un'altra emissione del settore pubblico, per l'importo di pesetas 10 miliardi, è stata collocata nel febbraio 1965.

L'aumento del credito accordato alle autorità pubbliche è stato determinato principalmente dal programma quadriennale di sviluppo, che è stato varato all'inizio del 1964. Mentre tale programma contribuirà in futuro ad eliminare le distorsioni strutturali, che costituiscono esse stesse una fonte di pressioni inflazionistiche, esso dovrebbe essere applicato in modo da non intensificare indebitamente le pressioni che la domanda a breve termine esercita sull'economia. Verso la fine del 1964 sono state adottate misure di natura diversa per contenere le pressioni inflazionistiche e precisamente: riduzione dei dazi doganali e ulteriore liberazione delle importazioni; si è inoltre cercato di mantenere i miglioramenti salariali intonati con gli aumenti della produttività.

*Canada.* Nel 1964, l'economia ha progredito vigorosamente, dato che la rapida espansione, senza soste, nel settore dell'edilizia, in quello della produzione di automobili e nelle spese delle autorità locali è stata rafforzata da un cospicuo incremento nelle spese per impianti e attrezzature. In queste circostanze, la domanda di credito da parte delle aziende commerciali e del settore privato ha registrato un sensibile aumento. Contemporaneamente, un considerevole incremento nelle entrate tributarie ha, peraltro, concorso a migliorare la posizione di bilancio che, sulla base dei conti nazionali, è passata da un disavanzo di \$can. 280 milioni nel 1963 ad un avanzo di \$can. 330 milioni nel 1964. Per cui, grazie a questo movimento, le autorità monetarie hanno potuto permettere che venisse soddisfatta la crescente domanda privata di crediti senza mutare le condizioni per ottenerli.

Nel 1964, il totale del credito concesso in dollari canadesi dalle banche autorizzate è cresciuto del 14% contro il 6,8% nel 1963. Ma, mentre, nel 1963, le banche avevano aumentato i loro averi in obbligazioni governative e in buoni del Tesoro di quasi \$can. 650 milioni, nel 1964 tali averi si sono ridotti di circa \$can. 280 milioni. Nel 1964, il minore fabbisogno finanziario da parte del governo ha pure agevolato l'attività privata sul mercato dei capitali.

Fino all'autunno 1964, il rendimento dei buoni del Tesoro a tre mesi ha oscillato fra il 3,5 e il 3,9% e quello dei titoli governativi a lungo termine fra il 5,15 e il 5,25%. Successivamente, però, i rendimenti a lungo termine

hanno incominciato a diminuire lentamente e quelli dei buoni del Tesoro hanno manifestato la stessa tendenza non molto dopo l'aumento del saggio di sconto dal 4 al 4,25% introdotto in novembre. Queste variazioni, che hanno provocato una riduzione nel divario esistente fra saggi d'interesse canadesi e americani, sono state in ampia misura compatibili con gli scopi perseguiti sul piano esterno. All'inizio del maggio 1965, il rendimento dei buoni del Tesoro a tre mesi ammontava al 3,77% e quello delle obbligazioni governative a circa il 5,10%.

Essendo previsto un rallentamento nel ritmo dell'espansione in primavera, il governo ha annunciato che, a partire dal 1° luglio, l'imposta federale sul reddito verrà ridotta del 10%, fino ad un limite massimo di \$can. 600 per contribuente.

*Giappone.* Nel 1963, come già si era verificato in diverse occasioni precedenti, la rapida espansione economica provocò un sensibile deterioramento nella bilancia dei pagamenti. E come nel passato, le autorità non esitarono ad applicare freni all'economia, facendo, come di consueto, affidamento soprattutto sulle restrizioni monetarie. La nuova fase di contenimento ebbe inizio nel dicembre 1963 con un modesto aumento delle riserve obbligatorie delle banche per i depositi a vista. Una misura più decisiva venne adottata nel gennaio 1964, allorché le banche furono invitate a mantenere l'incremento nella concessione del credito al disotto di quello del periodo corrispondente dell'anno precedente e, cioè, del 10% meno nel primo trimestre, del 12% nel secondo trimestre e del 22% nel terzo e quarto trimestre. Successivamente, in marzo, il saggio ufficiale di sconto venne portato dal 5,84 al 6,57%.

Queste misure, il cui effetto immediato fu di rallentare l'espansione del credito bancario e dei mezzi di pagamento, non ebbero le stesse rapide conseguenze sulle spese. Siccome il settore delle imprese disponeva di cospicue attività liquide dalle quali effettuare prelievi e dato che le spese governative per investimenti stavano salendo sensibilmente, l'attività economica continuò ad intensificarsi, causando nella prima metà del 1964 un ulteriore deterioramento dei conti con l'estero. Dopo la metà dell'anno, di pari passo con una nuova decelerazione nell'espansione del credito, gli investimenti ed i consumi sono tuttavia notevolmente rallentati. La contrazione nella liquidità delle banche e del settore delle imprese si è manifestata nettamente nel forte incremento del saggio per il danaro alla giornata e nelle vendite di titoli da parte delle aziende. La situazione sul mercato dei valori, già in fase di ristagno, sarebbe ancora peggiorata in seguito a queste vendite, se non fosse stato per le operazioni di acquisto effettuate dalla "Joint Securities Company", un ente statale organizzato all'inizio del 1964, allo scopo di sostenere il mercato stesso. Gli interventi hanno avuto luogo soprattutto durante l'ultimo trimestre del 1964 ed i fondi necessari sono stati forniti, in ampia misura, dalla banca centrale. Nel frattempo, il miglioramento della bilancia degli scambi visibili è stato tale che le riserve sono cresciute rapidamente e per l'anno nel complesso hanno presentato soltanto un lieve declino netto.

Perciò, alla fine del 1964, le misure in vigore da un anno erano riuscite a ristabilire l'equilibrio verso l'estero. Vero è che i mezzi di pagamento sono aumentati di circa il 14%, ma questo incremento è relativamente modesto se confrontato con quello del 34% nel 1963 e con l'espansione del 9% nel prodotto nazionale lordo reale nel 1964. Nello scorso anno, il credito delle banche commerciali al settore privato è cresciuto di quasi yen 2.500 miliardi, cioè ha registrato un incremento di circa il 15% contro un aumento di oltre il 25% nel 1963. Verso la fine dell'anno, le autorità sono ritornate gradualmente ad una politica meno restrittiva, data la previsione che le esportazioni avrebbero continuato a mostrare una tendenza favorevole (in effetti essa si è rafforzata da allora) e dato il diffondersi di sintomi di recessione. In dicembre, sono state ridotte le riserve obbligatorie ed attenuate le norme guida per il credito. All'inizio di gennaio, la Banca del Giappone ha abbassato il saggio di sconto dal 6,57 al 6,205% e al principio di aprile lo ha riportato al 5,84%, cioè al livello al quale si trovava prima dell'introduzione delle misure restrittive.

## II. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Nel 1964, l'espansione del commercio mondiale è continuata, presentando un aumento, in termini di valore corrente, dell'11,5% contro l'8,5% nell'anno precedente. Il saggio d'incremento, tuttavia, è rallentato nel corso dell'anno, mentre nel primo trimestre del 1965, per quel che si può dedurre da dati incompleti, sembra che esso abbia subito una flessione in confronto sia del trimestre precedente, sia del primo trimestre del 1964. Ciò, peraltro, è da attribuire al prolungato sciopero che ha paralizzato i porti degli Stati Uniti al principio di quest'anno e che ha provocato una forte contrazione nelle esportazioni americane.

Nel 1964, le esportazioni e importazioni delle aree sviluppate sono cresciute rispettivamente del 13 e del 12,5%. In cifre assolute, le esportazioni sono aumentate da \$104,5 a 118,1 miliardi e le importazioni da \$111 a 125 miliardi.

Nel gruppo di quattro paesi comprendente Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa, è stata registrata l'espansione più rapida, del 18% nelle importazioni e del 16% nelle esportazioni. Le maggiori importazioni riflettono, fra l'altro, un forte aumento degli acquisti da parte dell'Australia in conseguenza degli elevati introiti da esportazioni dell'anno precedente,

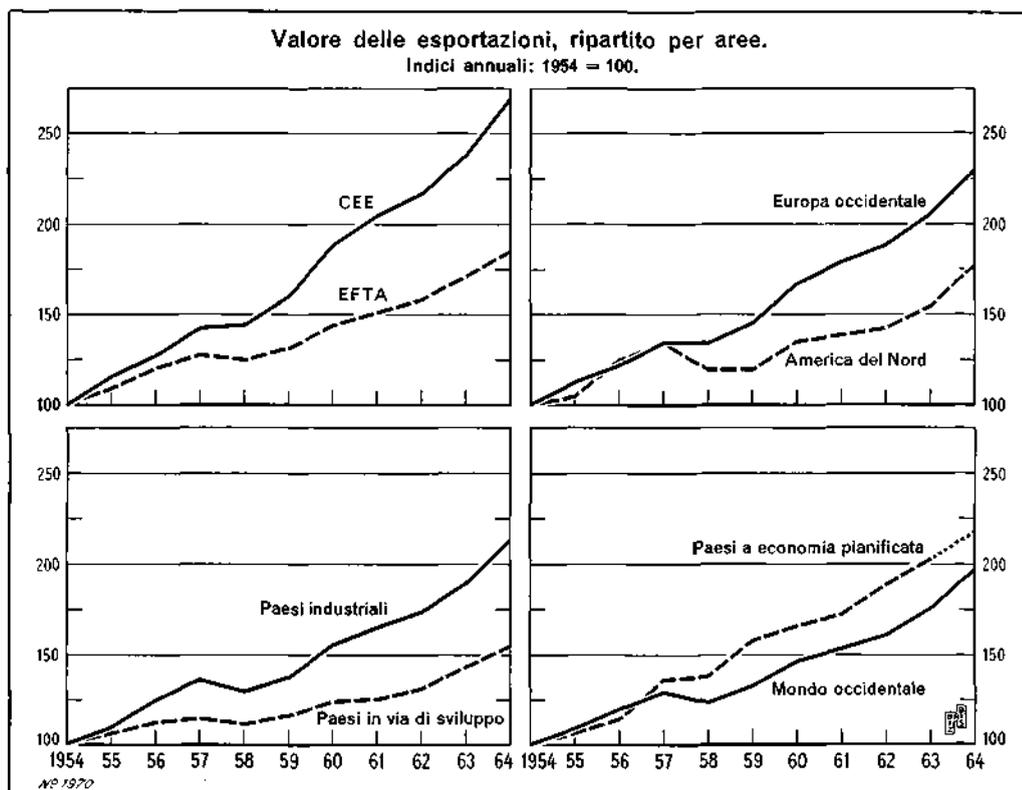
### Commercio mondiale.

| Aree  | Esportazioni |              |              | Importazioni |              |              | Variazioni nel volume di |                   |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------|-------------------|
|   | 1954         | 1959         | 1964         | 1954         | 1959         | 1964         | espor-<br>tazioni        | impor-<br>tazioni |
| miliardi di dollari S.U.                        |              |              |              |              |              |              | percentuali              |                   |
| <b>Aree sviluppate</b>                          |              |              |              |              |              |              |                          |                   |
| <b>Europa occidentale</b>                       |              |              |              |              |              |              |                          |                   |
| Paesi CEE . . . . .                             | 15,8         | 25,2         | 42,6         | 16,6         | 24,3         | 44,9         | + 147                    | + 171             |
| Paesi EFTA . . . . .                            | 12,9         | 17,1         | 24,0         | 15,7         | 20,0         | 30,1         | + 69                     | + 89              |
| Altri paesi . . . . .                           | 2,3          | 2,8          | 4,5          | 3,0          | 4,0          | 7,6          | + 99                     | + 185             |
| <b>Totale . . . . .</b>                         | <b>31,0</b>  | <b>45,1</b>  | <b>71,1</b>  | <b>35,3</b>  | <b>48,3</b>  | <b>82,6</b>  | <b>+ 112</b>             | <b>+ 135</b>      |
| <b>Stati Uniti e Canada</b>                     |              |              |              |              |              |              |                          |                   |
| Stati Uniti e Canada . . . . .                  | 19,5         | 23,3         | 34,7         | 15,6         | 23,3         | 27,8         | + 63                     | + 76              |
| Altre aree <sup>1</sup> . . . . .               | 4,9          | 7,5          | 12,3         | 6,3          | 7,9          | 14,6         | + 206                    | + 153             |
| <b>Totale . . . . .</b>                         | <b>55,4</b>  | <b>75,9</b>  | <b>118,1</b> | <b>57,2</b>  | <b>79,5</b>  | <b>125,0</b> | <b>+ 96</b>              | <b>+ 118</b>      |
| <b>Aree in via di sviluppo</b>                  |              |              |              |              |              |              |                          |                   |
| America latina . . . . .                        | 7,3          | 7,7          | 9,9          | 6,8          | 7,2          | 8,5          | + 57                     | + 21              |
| Altre aree . . . . .                            | 14,4         | 17,6         | 23,9         | 15,3         | 19,6         | 25,7         | + 71                     | + 63              |
| <b>Totale . . . . .</b>                         | <b>21,7</b>  | <b>25,3</b>  | <b>33,8</b>  | <b>22,1</b>  | <b>26,8</b>  | <b>34,2</b>  | <b>+ 67</b>              | <b>+ 49</b>       |
| <b>Totale complessivo<sup>2</sup> . . . . .</b> | <b>77,1</b>  | <b>101,2</b> | <b>151,9</b> | <b>79,3</b>  | <b>106,3</b> | <b>159,2</b> | <b>+ 89</b>              | <b>+ 96</b>       |

<sup>1</sup> Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa. <sup>2</sup> Rappresenta approssimativamente il 90% del commercio mondiale, non essendo inclusi gli scambi dei paesi a economia pianificata, tranne per la parte in cui essi si rispecchiano nelle importazioni ed esportazioni dei paesi del mondo occidentale.

allorquando erano state effettuate cospicue vendite di grano all'URSS e i prezzi di lana e zucchero erano alti. L'incremento nelle esportazioni è dovuto al balzo nelle vendite del Giappone, che rappresentano una quota pari ad oltre la metà delle esportazioni del gruppo. Le esportazioni degli Stati Uniti e del Canada sono salite del 15%, mentre le loro importazioni sono rallentate, aumentando del 10,5%. Nell'Europa occidentale l'espansione delle importazioni è stata invece un po' più rapida di quella delle esportazioni, cioè del 12,5 contro l'11,5%. Le esportazioni dei paesi CEE hanno avuto un incremento quasi doppio di quello dei paesi EFTA, i quali ultimi hanno subito la ripercussione della lentezza nelle vendite del Regno Unito. D'altro lato, l'aumento nelle importazioni del Regno Unito ha avuto come conseguenza che il gruppo dei paesi EFTA, in via eccezionale, ha registrato un'espansione delle importazioni maggiore di quella dei paesi CEE.

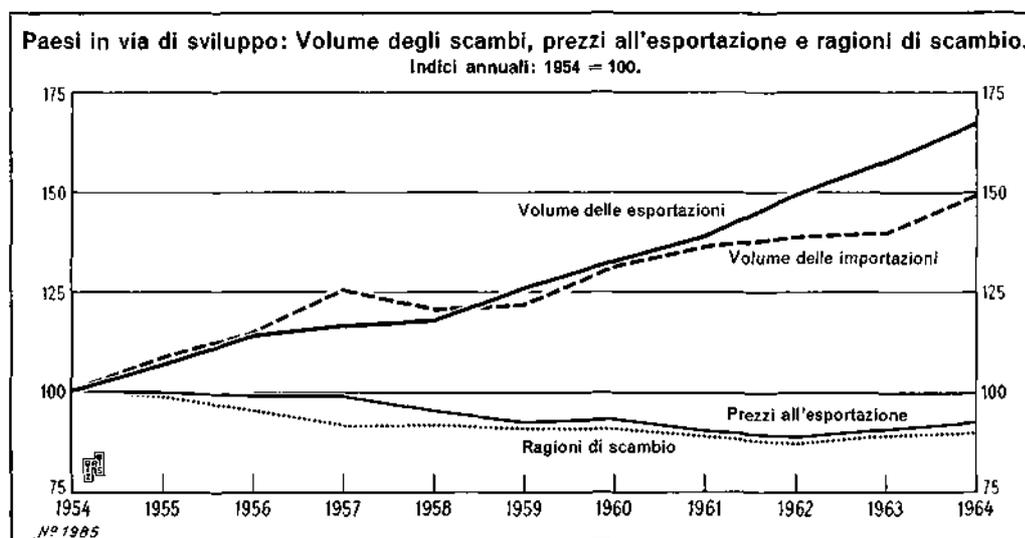
Retrospectivamente, nel periodo 1954-64 le esportazioni mondiali hanno presentato un saggio annuale medio d'incremento del 7%. Il loro sviluppo, che aveva registrato un saggio del 5,5% nella prima metà del decennio preso in esame, è diventato più rapido nella seconda metà, segnando l'8,5%. Le esportazioni dei paesi sviluppati sono cresciute del 6,5% nel periodo 1954-59 e del 9% nel quinquennio successivo, in cui si è avuta l'entrata in attività della CEE e dell'EFTA.



Nota: I paesi industriali comprendono quelli dell'Europa occidentale e dell'America settentrionale nonché Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa. I paesi industriali e quelli in via di sviluppo sono indicati come "Mondo occidentale". I paesi a economia pianificata includono URSS, quelli dell'Europa orientale, nonché Cina e Cuba.

Le esportazioni dei paesi a economia pianificata, che nel 1954 erano partite da un basso livello, sono salite dell'8,5% all'anno nei nove anni seguenti (per il 1964 i dati completi non sono disponibili al momento in cui la presente relazione viene redatta); è questo un saggio d'incremento alquanto più rapido di quello delle esportazioni dei paesi industriali, ma, se si limita il confronto al periodo 1959-63, esso è stato più lento.

Le esportazioni dei paesi in via di sviluppo hanno presentato un'espansione notevolmente inferiore a quella di tutti gli altri paesi; i loro saggi sono stati del 3 e 6% rispettivamente nella prima e seconda metà del decennio. In conseguenza, la loro quota rispetto al commercio mondiale si è ridotta dal 28% nel 1954 al 22% nel 1964. Rispetto al totale delle esportazioni, la quota dell'America latina, che ha registrato in tale settore un incremento pari alla metà soltanto di quello degli altri paesi in via di sviluppo, si è ridotta dal 9,5 al 6,5%.



L'aumento in valore delle esportazioni dei paesi in via di sviluppo è dovuto in primissimo luogo al maggior volume delle vendite, che ha subito un'accelerazione nel periodo 1959-64. Le ragioni di scambio, deterioratesi fra il 1954 e il 1957 in conseguenza di un rialzo dei prezzi all'importazione, sono da allora rimaste abbastanza stabili fino al 1962, e successivamente hanno manifestato un leggero miglioramento dovuto ad un aumento dei prezzi all'esportazione. Nel decennio indicato, il valore delle importazioni è cresciuto in proporzione a quello delle esportazioni, cioè con un saggio annuale del 4,5%; però, mentre il saggio delle importazioni, al livello del 4% nei primi cinque anni, è stato superiore a quello delle esportazioni, ne è risultato inferiore nel quinquennio successivo, quando ha segnato il livello del 5%.

Le variazioni verificatesi nella bilancia dei pagamenti mondiale durante gli ultimi tre anni sono visibili nella tabella che segue. Ove si esaminino i

dati relativi al 1964, l'avanzo delle partite correnti degli Stati Uniti ha registrato un incremento di \$2,5 miliardi; due terzi di tale aumento si riferiscono al resto del mondo. Contemporaneamente, le esportazioni di capitali dagli Stati Uniti sono cresciute di \$1,7 miliardi; fatta eccezione per \$300 milioni, l'intera variazione è intervenuta nei confronti dell'Europa occidentale.

**Bilancia dei pagamenti mondiale.**

| 1962   | Saldo di                 |                    |                 |
|--|--------------------------|--------------------|-----------------|
|  | Stati Uniti              | Europa occidentale | Resto del mondo |
|  | miliardi di dollari S.U. |                    |                 |
| Partite correnti rispetto a Stati Uniti . . . . .  | —                        | — 0,9              | — 1,5           |
| Europa occidentale . . . . .   | + 0,9                    | —                  | — 0,7           |
| resto del mondo . . . . .  | + 1,5                    | + 0,7              | —               |
| Totale partite correnti . . . . .  | + 2,4                    | — 0,2              | — 2,2           |
| Conto capitali, errori e omissioni . . . . .   | — 4,6                    | + 2,4              | + 2,6           |
| Saldo complessivo, corrispondente a variazioni nelle riserve monetarie ufficiali e nella posizione netta nel F.M.I. . . . .      | — 2,2                    | + 2,2              | + 0,4           |
| Vendite di oro monetario . . . . .   | —                        | —                  | + 0,3           |
| 1963   |                          |                    |                 |
| Partite correnti rispetto a Stati Uniti . . . . .  | —                        | — 1,2              | — 1,8           |
| Europa occidentale . . . . .   | + 1,2                    | —                  | — 0,3           |
| resto del mondo . . . . .  | + 1,8                    | + 0,3              | —               |
| Totale partite correnti . . . . .  | + 3,0                    | — 0,9              | — 2,1           |
| Conto capitali, errori e omissioni . . . . .   | — 5,0                    | + 2,6              | + 3,0           |
| Saldo complessivo, corrispondente a variazioni nelle riserve monetarie ufficiali e nella posizione netta nel F.M.I. . . . .      | — 2,0                    | + 1,7              | + 0,9           |
| Vendite di oro monetario . . . . .   | —                        | —                  | + 0,8           |
| 1964   |                          |                    |                 |
| Partite correnti rispetto a Stati Uniti . . . . .  | —                        | — 1,9              | — 3,6           |
| Europa occidentale . . . . .   | + 1,9                    | —                  | 0               |
| resto del mondo . . . . .  | + 3,6                    | 0                  | —               |
| Totale partite correnti . . . . .  | + 5,5                    | — 1,9              | — 3,6           |
| Conto capitali, errori e omissioni . . . . .   | — 6,7                    | + 3,5              | + 3,3           |
| Saldo complessivo, corrispondente a variazioni nelle riserve monetarie ufficiali e nella posizione netta F.M.I. e A.G.P. . . . . | — 1,2                    | + 1,6              | + 0,3           |
| Vendite di oro monetario . . . . .   | —                        | —                  | + 0,7           |

Nota: I saldi complessivi per le diverse aree corrispondono alle variazioni nelle riserve monetarie ufficiali e nelle posizioni nette nel F.M.I. dei paesi. Sui saldi hanno influito le differenze nella presentazione statistica e i movimenti di riserve ufficiali costituite da dollari verso o dal mercato dell'eurodollaro. Sono escluse le riserve di URSS, altri paesi dell'Europa orientale, Cina e Corea del Nord. Le riserve degli Stati Uniti sono al netto delle passività in dollari a breve verso organi ufficiali esteri e degli averi in obbligazioni e altri titoli del governo S.U. non negoziabili detenuti da tali organi. Le riserve del Regno Unito sono al netto delle passività in sterline verso autorità monetarie estere. Sommando i saldi complessivi di ciascun anno, si ottiene un risultato netto positivo. Se le statistiche degli averi in valute estere non presentassero incongruenze, questo importo corrisponderebbe all'incremento delle riserve di oro monetario per l'anno in questione.

Per quanto concerne l'Europa occidentale, nel 1964 le riserve hanno presentato un incremento analogo a quello dell'anno precedente, in conseguenza del fatto che il deterioramento delle partite correnti di \$1 miliardo è stato compensato da un più cospicuo afflusso di capitali.

Per quel che riguarda il resto del mondo, le riserve (comprese le vendite di oro monetario), che nel 1963 erano aumentate di \$1,7 miliardi, nel 1964 sono cresciute di \$0,4 miliardi. Il disavanzo delle partite correnti (escluse le vendite di oro monetario) ha subito un'espansione di \$1,5 miliardi, che si riferisce interamente agli Stati Uniti, mentre solo \$0,3 miliardi di questa variazione sono stati compensati da un più abbondante afflusso di capitali. Il resto del mondo può essere suddiviso opportunamente fra cinque paesi sviluppati - Australia, Canada, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa - e il complesso dei paesi in via di sviluppo. Nel 1964, il deterioramento verificatosi nelle partite correnti delle bilance dei pagamenti per l'insieme di tali paesi è da ascrivere per un quarto ai cinque paesi sviluppati, per i quali anche l'afflusso di capitali si è alquanto ridotto. Circa i paesi in via di sviluppo, dal 1963 al 1964 il saldo delle partite correnti è passato da una posizione di equilibrio a un disavanzo di \$1,2 miliardi. Essendo però aumentato da \$1,2 a 1,6 miliardi l'afflusso di capitali verso tali paesi, questi ultimi hanno continuato ad accrescere le loro riserve, sia pure soltanto di \$0,4 miliardi in confronto di \$1,1 miliardi nel 1963.

Nel 1964, la fisionomia mondiale dei movimenti di capitali è stata caratterizzata da un fortissimo deflusso dagli Stati Uniti in direzione sia dell'Europa occidentale che del resto del mondo. Tuttavia, come in precedenti anni, nel 1964 le importazioni nette di capitali dei paesi in via di sviluppo sono state inferiori all'importo lordo di capitali che essi hanno ricevuto. Sembra tuttavia che una parte, minore che nel 1963, dell'afflusso di capitali verso l'Europa abbia avuto la propria origine nei paesi meno progrediti.

#### **Bilance dei pagamenti.**

*Stati Uniti.* Nel 1964, il saldo passivo americano in conto transazioni regolari è ammontato a \$3,1 miliardi, cioè è stato alquanto inferiore a quello dell'anno precedente. L'avanzo delle transazioni commerciali è salito da \$3,8 a 6 miliardi e gli esborsi netti per transazioni governative sono diminuiti di \$600 milioni, ma questo miglioramento globale è stato quasi interamente compensato da un aumento nel deflusso netto di capitali privati (incluse le transazioni non registrate), da \$4,3 a 7 miliardi. Quasi una metà del saldo passivo delle transazioni regolari si è prodotta nell'ultimo trimestre dell'anno.

Nel 1964, le esportazioni commerciali hanno subito un incremento di \$3,1 miliardi, ossia del 17% e quelle finanziate dal governo sono salite di circa \$100 milioni, ossia del 4%. Mentre nella prima metà del 1964 il totale delle esportazioni (su base rettificata per variazioni stagionali) ha superato solo di poco l'alto livello raggiunto nell'ultimo trimestre del 1963, nella

Stati Uniti: Bilancia delle transazioni regolari.

| Voci   | 1963           | 1964           | 1964  |                |                |                | 1965           |
|--|----------------|----------------|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
|  |                |                | trimestri rettificati per variazioni stagionali |                |                |                |                |
|  |                |                | 1°  | 2°             | 3°             | 4°             | 1°             |
| milioni di dollari   |                |                |   |                |                |                |                |
| <b>Transazioni commerciali</b>   |                |                |   |                |                |                |                |
| Esportazioni . . . . .   | 19.270         | 22.380         | 5.470   | 5.345          | 5.615          | 5.950          | n.d.           |
| Importazioni . . . . .   | 16.995         | 18.635         | 4.415   | 4.605          | 4.715          | 4.900          | 4.665          |
| Saldo . . . . .  | + 2.275        | + 3.745        | + 1.055   | + 740          | + 900          | + 1.050        | n.d.           |
| Interessi e dividendi (al netto) . .   | + 3.275        | + 3.860        | + 1.030   | + 1.000        | + 1.020        | + 810          | + 1.180        |
| Rimesse . . . . .  | - 825          | - 830          | - 195   | - 205          | - 215          | - 215          | - 220          |
| Altri servizi . . . . .  | - 945          | - 760          | - 170   | - 220          | - 200          | - 170          | n.d.           |
| Saldo commerciale e dei servizi  | + 3.780        | + 6.015        | + 1.720   | + 1.315        | + 1.505        | + 1.475        | n.d.           |
| <b>Transazioni governative</b>   |                |                |   |                |                |                |                |
| Esportazioni . . . . .   | + 2.720        | + 2.840        | + 640   | + 710          | + 755          | + 735          | n.d.           |
| Servizi . . . . .  | + 600          | + 580          | + 135   | + 145          | + 150          | + 150          | n.d.           |
| Spese militari meno introiti . . .   | - 2.240        | - 2.050        | - 505   | - 580          | - 510          | - 455          | - 485          |
| Donazioni e prestiti . . . . .   | - 3.785        | - 3.660        | - 780   | - 910          | - 935          | - 1.035        | - 785          |
| Passività varie non liquide* . . . .   | + 0            | + 205          | + 0   | - 0            | + 205          | - 0            | n.d.           |
| Totale . . . . .   | - 2.705        | - 2.085        | - 510   | - 635          | - 335          | - 605          | n.d.           |
| <b>Movimenti di capitali privati . .</b>   | <b>- 3.995</b> | <b>- 6.090</b> | <b>- 1.335</b>                                  | <b>- 1.275</b> | <b>- 1.580</b> | <b>- 1.900</b> | <b>- 1.155</b> |
| Errori e omissioni . . . . .   | - 340          | - 895          | - 140   | - 30           | - 250          | - 475          | - 95           |
| Saldo delle operazioni regolari<br>meno: partite rettificate per variazioni<br>stagionali . . . . .  | - 3.260        | - 3.055        | - 265   | - 625          | - 660          | - 1.505        | - 730          |
| Saldo delle operazioni regolari<br>prima della rettificazione<br>per variazioni stagionali . . . . . | - 3.260        | - 3.055        | + 70  | - 590          | - 1.010        | - 1.525        | - 215          |

\* Titoli del governo S.U. non negoziabili per \$204 milioni investiti dal Canada come contropartita della partecipazione degli Stati Uniti, per \$254 milioni, al Trattato relativo al fiume Columbia, che sono inclusi nei movimenti di capitali privati.

seconda metà esso ha presentato un aumento di \$900 milioni rispetto a sei mesi precedenti. Di tale miglioramento, tuttavia, circa \$200 milioni corrispondono all'intensificazione nelle spedizioni avvenuta in previsione dello sciopero dei lavoratori portuali.

Nello scorso anno, le esportazioni di prodotti non agricoli sono cresciute di \$2,5 miliardi contro \$860 milioni nel 1963; l'aumento è stato di \$950 milioni per le materie destinate alla produzione industriale e di \$900 milioni per i beni strumentali, principalmente macchinario. Più di metà dell'incremento nelle vendite di prodotti non agricoli è da riferirsi all'Europa occidentale (\$750 milioni) e al Canada (\$620 milioni). Nel primo caso, l'intensificata domanda ha riguardato rifornimenti e materie per l'industria, e nel secondo caso, beni strumentali, che forse denotano la tensione cui è stata assoggettata la capacità manifatturiera canadese. Le esportazioni verso il Giappone sono salite di \$200 milioni, cioè meno dello scorso anno, e sembra abbiano subito gli effetti delle misure restrittive adottate dalle autorità giapponesi. I più elevati guadagni in divise estere conseguibili nell'America latina, in Australia e Sud Africa hanno dato un forte stimolo alle esportazioni verso

queste aree. Durante l'anno scorso, le esportazioni di prodotti agricoli sono aumentate di \$650 milioni, di cui l'85% è rappresentato da vendite commerciali. Tale incremento è occorso per due terzi nel primo semestre, in occasione delle vendite di cereali per un totale di \$160 milioni all'URSS e a paesi dell'Europa orientale.

Nel 1964, le importazioni sono salite di \$1,6 miliardi, ossia del 10% e, analogamente alle esportazioni, hanno toccato l'apice nel quarto trimestre. Di questo aumento annuale, \$750 milioni sono rappresentati da rifornimenti e materie per l'industria ed il rimanente da prodotti finiti. Il modesto incremento nel settore dei prodotti alimentari e bevande ha rispecchiato in gran parte la forte variazione all'insù dei prezzi del caffè.

Nello scorso anno, gli introiti netti privati da interessi e dividendi, che costituiscono la voce di gran lunga più importante tra le partite invisibili, hanno toccato quasi \$3,9 miliardi; l'incremento è stato di \$600 milioni rispetto al 1963, anno in cui vi era stata una leggera diminuzione. Nel complesso, interessi e dividendi derivanti da investimenti hanno registrato un aumento ininterrotto dalla fine della guerra, e nel 1964 essi sono stati pari a quattro volte e mezzo il loro livello nel 1947. La parte di essi dovuta a investimenti diretti privati, che rappresentano il 70% del totale, è passata da \$3,1 a 3,6 miliardi durante lo scorso anno. Questo miglioramento rispecchia parzialmente profitti dai campi petroliferi africani che hanno iniziato a produrre nel 1964. Si sono pure avuti introiti maggiori per quasi \$200 milioni derivanti dagli altri investimenti privati. Gli esborsi americani per investimenti privati sono cresciuti di \$60 milioni.

Le spese nette militari sono state gradualmente ridotte da un massimo di \$3,1 miliardi nel 1958 a \$2,1 miliardi nel 1964; in questo ultimo anno si è avuto un quinto dell'intera riduzione. Si tratta di un risultato dovuto allo snellimento delle forze di stanza all'estero e alle maggiori vendite per contanti di armamenti, salite da \$300 milioni nel 1958 a \$700 milioni nel 1964. Nello stesso periodo, l'ammontare netto delle donazioni e dei prestiti governativi è passato da \$2,6 a 3,7 miliardi, ma la maggior parte di tale voce corrisponde a transazioni che non comportano alcun deflusso diretto di dollari, poichè l'aiuto è quasi interamente collegato a forniture di merci e servizi da parte degli Stati Uniti.

Nel 1964, il deflusso netto totale di capitali privati è salito da \$4,3 a 6,4 miliardi; per due terzi dell'aumento si è trattato di capitali a breve.

Nonostante una contrazione di \$430 milioni negli investimenti netti di portafoglio, il deflusso netto di capitali americani a lungo termine ha subito un'espansione di \$680 milioni, per effetto di incrementi di oltre \$400 milioni negli investimenti diretti e per quasi \$700 milioni in altri investimenti da parte di banche e del settore non bancario.

Gli investimenti diretti, che nel 1964 sono ammontati a \$2,3 miliardi (più della metà dei quali effettuati in Europa), hanno mantenuto un andamento costante nei primi tre trimestri, ma sono accelerati nell'ultimo.

**Stati Uniti: Movimenti di capitali privati.**

| Voci                                      | 1963           | 1964           | 1964   |                |                |                |
|---|----------------|----------------|--|----------------|----------------|----------------|
|   |                |                | trimestri, rettificati per variazioni stagionali |                |                |                |
|   |                |                | 1°   | 2°             | 3°             | 4°             |
| milioni di dollari                        |                |                |  |                |                |                |
| <b>Capitali S.U.</b>                      |                |                |  |                |                |                |
| <b>A lungo termine</b>                    |                |                |  |                |                |                |
| Investimenti diretti . . . . .            | - 1.895        | - 2.300        | - 515  | - 570          | - 575          | - 640          |
| Investimenti di portafoglio . . .         | - 1.105        | - 675          | + 40   | - 125          | - 85           | - 505          |
| Altri investimenti:                       |                |                |  |                |                |                |
| bancari . . . . .                         | - 740          | - 940          | - 265  | - 100          | - 245          | - 330          |
| non bancari . . . . .                     | + 160          | - 335          | - 10   | - 55           | - 265          | - 5            |
| <b>Totale . . . . .</b>                   | <b>- 3.570</b> | <b>- 4.250</b> | <b>- 750</b>                                     | <b>- 850</b>   | <b>- 1.170</b> | <b>- 1.480</b> |
| <b>A breve</b>                            |                |                |  |                |                |                |
| Banche . . . . .                          | - 745          | - 1.530        | - 450  | - 460          | - 175          | - 445          |
| Settore non bancario . . . . .            | + 10           | - 580          | - 160  | - 95           | - 230          | - 95           |
| <b>Totale . . . . .</b>                   | <b>- 735</b>   | <b>- 2.110</b> | <b>- 610</b>                                     | <b>- 555</b>   | <b>- 405</b>   | <b>- 540</b>   |
| <b>Totale uscita . . . . .</b>            | <b>- 4.305</b> | <b>- 6.360</b> | <b>- 1.360</b>                                   | <b>- 1.405</b> | <b>- 1.575</b> | <b>- 2.020</b> |
| <b>Capitali esteri</b>                    |                |                |  |                |                |                |
| A lungo termine . . . . .                 | + 330          | + 155          | + 15   | + 115          | - 65           | + 90           |
| A breve . . . . .                         | - 20           | + 115          | + 10   | + 15           | + 60           | + 30           |
| <b>Totale entrata capitali esteri . .</b> | <b>+ 310</b>   | <b>+ 270</b>   | <b>+ 25</b>                                      | <b>+ 130</b>   | <b>- 5</b>     | <b>+ 120</b>   |
| <b>Totale uscita capitali privati . .</b> | <b>- 3.995</b> | <b>- 6.090</b> | <b>- 1.335</b>                                   | <b>- 1.275</b> | <b>- 1.580</b> | <b>- 1.900</b> |

Anche gli investimenti di portafoglio si sono concentrati nell'ultimo trimestre, principalmente a seguito di un gruppo di emissioni canadesi, che in precedenza erano state differite in attesa dell'adozione dell'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse. In tal modo, gli investimenti di portafoglio sono ammontati a \$505 milioni nell'ultimo trimestre in confronto di \$675 milioni per l'intero anno.

La crescente pressione sui mercati esteri dei capitali, unitamente al freno imposto dagli Stati Uniti alle transazioni su titoli, è all'origine della forte espansione dei prestiti americani a lungo termine diversi dagli investimenti diretti e di portafoglio. Questi prestiti sono balzati da \$580 a 1.280 milioni. Mentre le banche hanno aumentato i loro prestiti di \$200 milioni, il settore non bancario con una variazione di \$500 milioni è passato da debitore netto a creditore netto. Metà di questa variazione rispecchia il pagamento di \$254 milioni al Canada in connessione con il Trattato relativo al fiume Columbia. Come contropartita, il Canada ha investito in titoli del governo americano non negoziabili \$204 milioni dell'ammontare ricevuto. (Tale partita figura sotto la voce "Passività varie non liquide" della bilancia delle transazioni regolari.)

Nel conto capitali a breve, il deflusso netto è salito da \$735 milioni nel 1963 a \$2.110 milioni lo scorso anno, con un aumento da ascrivere per \$785 milioni alle banche e per \$590 milioni al settore non bancario. L'incremento nella concessione di crediti a breve da parte delle banche, iniziatosi nell'ultimo trimestre del 1963, è proseguito ad un saggio elevatissimo

nel 1964, con la sola eccezione del terzo trimestre. Il Giappone, che negli ultimi due anni è stato il principale debitore a breve, ha visto la sua quota scendere dal 65 al 25% del totale, mentre i paesi dell'America latina ed altri paesi, escluso il Canada, hanno considerevolmente aumentato il credito attinto presso le banche americane. Le imprese canadesi, d'altro lato, sono ricorse principalmente al credito diretto loro concesso da aziende commerciali americane. Nel 1964, i crediti a breve di tali aziende sono saliti di \$590 milioni, di cui \$285 milioni concessi ad imprese canadesi.

Allo scopo di contenere l'emorragia di capitali, nel febbraio 1965 il Presidente ha inviato un messaggio al Congresso, i cui dettagli sono descritti alle pagine 9-10 della Parte I. Le misure effettivamente adottate, nonché le aspettative, sembrano avere esercitato un'influenza favorevole nel primo trimestre. In base ai dati provvisori il saldo passivo delle transazioni regolari è ammontato a \$730 milioni, cioè a circa la metà di quello registrato nel quarto trimestre.

*Canada.* Il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è passato da \$135 milioni nel 1963 a \$335 milioni nello scorso anno; di questo miglioramento, circa la metà è dovuta ad una riduzione del disavanzo nelle partite correnti e la rimanenza ad un più cospicuo afflusso netto di capitali a lungo termine.

Nel 1964, gli scambi con l'estero hanno subito un'espansione più rapida che nell'anno precedente, e cioè le esportazioni del 16% e le importazioni di quasi altrettanto. Le vendite di cereali a URSS, paesi dell'Europa orientale e Cuba sono salite da \$180 a 280 milioni e le spedizioni della maggior parte delle altre materie prime e dei manufatti hanno registrato anch'esse forti incrementi. L'aumento delle importazioni ha rispecchiato, in larga misura, quello degli investimenti industriali. Un quinto circa dell'incremento totale è dovuto a maggiori acquisti di macchinario industriale e un altro quinto circa a quelli di autoveicoli.

Nello scorso anno, il disavanzo delle partite invisibili è cresciuto di \$85 milioni, per effetto di maggiori esborsi per il turismo da parte di residenti, congiuntamente a pagamenti più elevati per interessi e dividendi in favore di non residenti. Il miglioramento netto delle partite correnti è pertanto risultato di \$95 milioni. Mentre il disavanzo delle partite correnti del Canada nei confronti degli Stati Uniti si è aggravato, di \$440 milioni, il suo avanzo rispetto agli altri paesi è migliorato di \$535 milioni.

L'afflusso di capitali a lungo termine, che verso la metà del 1963 si era praticamente arrestato a seguito dell'annuncio da parte degli Stati Uniti della progettata imposta di conguaglio dei saggi d'interesse, ha ripreso nuovamente nel secondo trimestre 1964. Dopo l'entrata in vigore della legge concernente tale imposta, dalla cui applicazione il Canada è stato esentato, al principio di settembre si è avuto un forte aumento delle nuove emissioni sul mercato di Nuova York. L'afflusso netto di capitali a lungo termine, che aveva registrato \$540 milioni nella prima metà del 1963 e \$25 milioni nella seconda metà, è ammontato a \$75 milioni nel primo semestre del 1964 e a

**Canada: Bilancia dei pagamenti.**

| Voci   | 1963  | 1964    | 1964         |              |              |              |
|--|-------|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|  |       |         | 1° trimestre | 2° trimestre | 3° trimestre | 4° trimestre |
| milioni di dollari S.U.  |       |         |              |              |              |              |
| <b>Transazioni commerciali (f.o.b.)</b>  |       |         |              |              |              |              |
| <b>Esportazioni</b> . . . . .  | 6.550 | 7.620   | 1.600        | 2.035        | 2.015        | 1.970        |
| <b>Importazioni</b> . . . . .  | 6.085 | 6.975   | 1.570        | 1.895        | 1.690        | 1.820        |
| <b>Saldo</b> . . . . .   | + 465 | + 645   | + 30         | + 140        | + 325        | + 150        |
| <b>Servizi</b>   |       |         |              |              |              |              |
| Interessi e dividendi . . . . .  | - 600 | - 625   | - 160        | - 145        | - 145        | - 175        |
| Turismo . . . . .  | + 20  | - 45    | - 85         | - 45         | + 110        | - 25         |
| Altri servizi . . . . .  | - 400 | - 395   | - 100        | - 95         | - 95         | - 105        |
| <b>Totale</b> . . . . .  | - 980 | - 1.065 | - 345        | - 285        | - 130        | - 305        |
| <b>Saldo delle partite correnti</b> . . . . .                                      | - 515 | - 420   | - 315        | - 145        | + 195        | - 155        |
| <b>Conto capitali a lungo termine</b>  |       |         |              |              |              |              |
| Nuove emissioni di titoli canadesi . . . . .                                       | + 995 | + 975   | + 130        | + 290        | + 95         | + 460        |
| Altre operazioni su titoli canadesi . . . . .                                      | - 430 | - 350   | - 140        | - 80         | - 25         | - 105        |
| Titoli esteri . . . . .  | + 20  | - 0*    | - 5          | - 30         | + 45         | - 10         |
| Investimenti diretti . . . . .   | + 120 | + 70    | + 10         | - 35         | + 30         | + 65         |
| Altri capitali . . . . .   | - 40  | - 20    | - 30         | - 35         | + 15         | + 30         |
| <b>Totale</b> . . . . .  | + 565 | + 675   | - 35         | + 110        | + 160        | + 440        |
| <b>Saldo delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine</b> . . . . . | + 50  | + 255   | - 350        | - 35         | + 355        | + 285        |
| <b>Conto capitali a breve</b> . . . . .  | + 85  | + 80    | + 310        | + 100        | - 210        | - 120        |
| <b>Saldo complessivo (=variazioni nelle partite monetarie)</b> . . . . .           | + 135 | + 335   | - 40         | + 65         | + 145        | + 165        |

\* Compresi introiti netti, per \$50 milioni, derivanti dal Trattato relativo al fiume Columbia. (In base a questo Trattato, il Canada ha ricevuto dagli Stati Uniti un versamento di \$254 milioni, di cui ha reinvestito \$204 milioni in titoli a medio termine, non negoziabili, del governo S.U.)

\$600 milioni nel secondo. Mentre, per l'anno nel suo complesso, le vendite nette di titoli canadesi a non residenti sono salite di \$160 milioni, gli investimenti netti diretti effettuati nel Canada sono declinati ulteriormente di \$50 milioni. L'ammontare di tali investimenti, di \$70 milioni, è stato il più basso dalla guerra, rappresentando il 12% circa rispetto alla punta massima di \$555 milioni toccata nel 1960.

*Paesi europei dell'OCSE.* Le partite correnti delle bilance dei pagamenti dei paesi europei dell'OCSE, che erano state virtualmente in equilibrio nel 1962, hanno registrato un disavanzo di circa \$800 milioni nel 1963 e di \$1,7 miliardi nello scorso anno. In ambedue i casi si è trattato di un aumento del disavanzo commerciale.

Questo deterioramento, che nel 1963 era stato causato dai Paesi CEE, nel 1964 è da attribuire ai paesi EFTA. Infatti, in ciascuno di questi anni l'incremento del disavanzo commerciale in Europa è stato prodotto dall'espansione delle importazioni in un paese, rispettivamente l'Italia nel 1963 ed il Regno Unito nel 1964.

Il saldo commerciale dei paesi CEE, che nel 1963 aveva presentato un disavanzo di \$510 milioni, nello scorso anno si è avvicinato notevolmente alla posizione di equilibrio. Tale miglioramento è da attribuire essenzialmente ad una riduzione di \$1 miliardo nel disavanzo commerciale dell'Italia. D'altro lato, il disavanzo dei Paesi Bassi è aumentato di \$400 milioni ed il saldo commerciale della Francia è deteriorato di \$290 milioni, mentre l'avanzo commerciale della Germania è cresciuto di \$170 milioni. Gli introiti netti dai servizi nei paesi CEE, che negli anni recenti hanno mostrato una tendenza al declino, sono ammontati all'incirca a \$450 milioni. In totale, nel 1964, le partite correnti dei paesi CEE hanno presentato un avanzo di \$420 milioni, contro un avanzo di soli \$25 milioni nell'anno precedente.

Nello scorso anno, il disavanzo complessivo delle partite correnti dei paesi EFTA è salito a \$1,6 miliardi rispetto a quello di \$265 milioni del 1963. Il deterioramento si è verificato interamente nel settore commerciale, in gran parte quale risultato del forte incremento delle importazioni del Regno Unito, il cui disavanzo commerciale è cresciuto di \$1,3 miliardi. Anche Austria, Danimarca, Portogallo e Svizzera hanno registrato aumenti nei loro disavanzi che sono ammontati ad un totale di \$365 milioni; a questo importo, la Danimarca ha contribuito per un terzo. Norvegia e Svezia congiuntamente hanno invece migliorato il loro saldo commerciale di \$60 milioni. I proventi netti dalle partite invisibili si sono accresciuti di \$300 milioni, riflettendo principalmente maggiori entrate dal turismo per l'Austria e il Portogallo e maggiori introiti netti per noli in Danimarca e Norvegia.

Per quanto concerne i restanti cinque paesi dell'OCSE, nel 1964 la posizione relativa alle partite correnti è migliorata per la Spagna e la Turchia, mentre è rimasta stazionaria per l'Islanda ed è peggiorata per la Grecia e per l'Irlanda. In Spagna i maggiori proventi dalle partite invisibili, in particolare turismo e rimesse dei lavoratori, hanno più che compensato l'incremento delle importazioni, sicchè il saldo delle partite correnti è passato da un disavanzo di \$130 milioni ad un avanzo di \$60 milioni. In Turchia il forte disavanzo delle partite correnti si è ridotto alquanto in seguito ad una contrazione delle importazioni.

Il deterioramento delle partite correnti della Grecia è risultato da un forte incremento delle importazioni. Inoltre, i proventi netti dai servizi sono diminuiti in conseguenza del declino nelle rimesse degli emigranti e negli introiti dal turismo. In tal modo, il disavanzo delle partite correnti è passato da \$50 a 205 milioni.

In Irlanda, un rialzo del 7% dei prezzi all'esportazione non è riuscito a compensare un aumento nel costo delle importazioni, sicchè nel 1964 il disavanzo commerciale dell'Irlanda è stato di \$40 milioni superiore a quello dell'anno precedente. Tale incremento è stato soltanto in parte compensato da più elevati introiti netti dalle partite invisibili. Anche il disavanzo commerciale dell'Islanda è aumentato, in dipendenza di cospicui acquisti di navi

Paesi europei dell'OCSE: Bilance dei pagamenti.

| Paesi                    | Anni | Saldo commerciale (f.o.b.) | Servizi <sup>1</sup> | Saldo delle partite correnti | Movimenti netti di capitali (entrata +) <sup>2</sup> |                    | Saldo complessivo <sup>3</sup> |
|--------------------------|------|----------------------------|----------------------|------------------------------|--|--------------------|--------------------------------|
|                          |      |                            |                      |                              | A lungo termine                                      | A breve termine    |                                |
| milioni di dollari S.U.  |      |                            |                      |                              |  |                    |                                |
| Belgio-Lussemburgo . . . | 1963 | - 170                      | + 85                 | - 85                         | + 305  |                    | + 220                          |
|                          | 1964 | - 175                      | + 180                | + 5                          | + 245  |                    | + 250                          |
| Francia . . . . .        | 1963 | + 175                      | + 335                | + 510                        | + 85   | + 265 <sup>4</sup> | + 860                          |
|                          | 1964 | - 115                      | + 200                | + 85                         | + 465  | + 265 <sup>4</sup> | + 815                          |
| Germania . . . . .       | 1963 | + 2.345                    | - 2.125              | + 220                        | + 490  | + 10               | + 720                          |
|                          | 1964 | + 2.515                    | - 2.415              | + 100                        | - 270  | + 395              | + 225                          |
| Italia . . . . .         | 1963 | - 2.495 <sup>5</sup>       | + 1.605              | - 890                        | - 355  | + 835              | - 410                          |
|                          | 1964 | - 1.485 <sup>5</sup>       | + 1.820              | + 335                        | + 440  | - 410              | + 365                          |
| Paesi Bassi . . . . .    | 1963 | - 365                      | + 635                | + 270                        | - 120  | + 20               | + 170                          |
|                          | 1964 | - 765                      | + 660                | - 105                        | + 85   | + 270              | + 250                          |
| Totale paesi CEE . . .   | 1963 | - 510                      | + 535                | + 25                         | + 1.535  |                    | + 1.560                        |
|                          | 1964 | - 25                       | + 445                | + 420                        | + 1.485  |                    | + 1.905                        |
| Austria . . . . .        | 1963 | - 340 <sup>5</sup>         | + 360                | + 20                         | + 100  | + 25               | + 145                          |
|                          | 1964 | - 415 <sup>5</sup>         | + 475                | + 60                         | + 20   | 0                  | + 80                           |
| Danimarca . . . . .      | 1963 | - 65                       | + 115                | + 50                         | + 170  |                    | + 220                          |
|                          | 1964 | - 215                      | + 160                | - 55                         | + 225  |                    | + 170                          |
| Norvegia . . . . .       | 1963 | - 750 <sup>5</sup>         | + 555                | - 195                        | + 245  |                    | + 60                           |
|                          | 1964 | - 700 <sup>5</sup>         | + 620                | - 80                         | + 120  |                    | + 40                           |
| Portogallo . . . . .     | 1963 | - 160                      | + 140                | - 20                         | + 90   | - 35               | + 35                           |
|                          | 1964 | - 175                      | + 190                | + 15                         | + 120  | - 30               | + 105                          |
| Regno Unito . . . . .    | 1963 | - 225                      | + 495                | + 270                        | - 485  | + 55               | - 160                          |
|                          | 1964 | - 1.545                    | + 500                | - 1.045                      | - 1.040  | + 740              | - 1.345                        |
| Svezia . . . . .         | 1963 | - 190 <sup>5</sup>         | + 160                | - 30                         | - 15   |                    | - 45                           |
|                          | 1964 | - 180 <sup>5</sup>         | + 155                | - 25                         | + 225  |                    | + 200                          |
| Svizzera . . . . .       | 1963 | - 820 <sup>5</sup>         | + 460                | - 360                        | + 560  |                    | + 200                          |
|                          | 1964 | - 945 <sup>5</sup>         | + 485                | - 460                        | + 505  |                    | + 45                           |
| Totale paesi EFTA . .    | 1963 | - 2.550                    | + 2.285              | - 265                        | + 710  |                    | + 445                          |
|                          | 1964 | - 4.175                    | + 2.585              | - 1.590                      | + 885  |                    | - 705                          |
| Grecia . . . . .         | 1963 | - 450 <sup>5</sup>         | + 400                | - 50                         | + 100  | - 40               | + 10                           |
|                          | 1964 | - 575 <sup>5</sup>         | + 370                | - 205                        | + 190  | + 5                | - 10                           |
| Irlanda . . . . .        | 1963 | - 310 <sup>5</sup>         | + 250                | - 60                         | + 70   |                    | + 10                           |
|                          | 1964 | - 350 <sup>5</sup>         | + 285                | - 85                         | + 100  |                    | + 15                           |
| Islanda . . . . .        | 1963 | - 5                        | + 0                  | - 5                          | + 5  |                    | - 0                            |
|                          | 1964 | - 10                       | + 5                  | - 5                          | + 10   |                    | + 5                            |
| Spagna . . . . .         | 1963 | - 935                      | + 805                | - 130                        | + 210  | + 20               | + 100                          |
|                          | 1964 | - 995                      | + 1.055              | + 60                         | + 265  | + 40               | + 365                          |
| Turchia . . . . .        | 1963 | - 320 <sup>5</sup>         | + 40                 | - 280                        | + 215  |                    | - 65                           |
|                          | 1964 | - 255 <sup>5</sup>         | + 5                  | - 250                        | + 260  |                    | + 10                           |
| Totale complessivo . .   | 1963 | - 5.080                    | + 4.315              | - 765                        | + 2.825  |                    | + 2.060                        |
|                          | 1964 | - 6.385                    | + 4.730              | - 1.655                      | + 3.240  |                    | + 1.585                        |

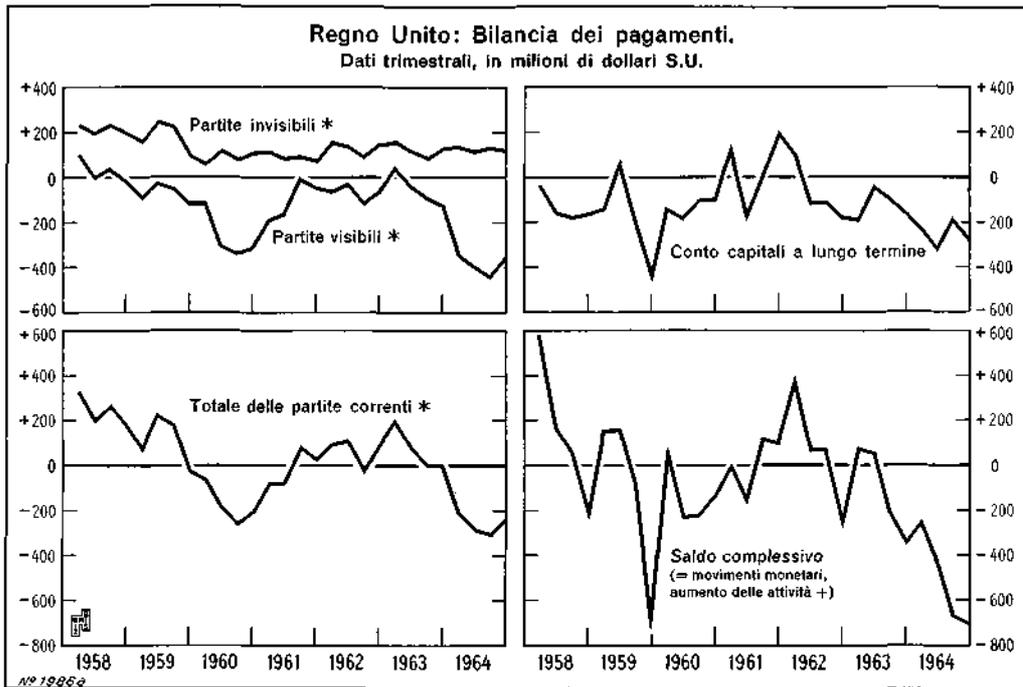
<sup>1</sup> Compresi i trasferimenti unilaterali. <sup>2</sup> Calcolati come differenza fra le partite correnti, da un lato e il saldo globale, dall'altro. Dove possibile, i movimenti dei capitali a lungo termine sono indicati separatamente. I dati complessivi o quelli relativi ai movimenti di capitali a breve comprendono errori e omissioni, nonché le partite monetarie non incluse nelle riserve. <sup>3</sup> Pari alle variazioni nelle riserve nette e alla posizione netta nel F.M.I., compresi gli Accordi generali di prestito. <sup>4</sup> Compreso il saldo dei territori d'oltremare francesi rispetto all'area non appartenente al franco. <sup>5</sup> Importazioni calcolate su base c.i.f.

e aeroplani. Poichè, tuttavia, questi ultimi sono finanziati con crediti ricevuti dall'estero, il saldo della bilancia dei pagamenti è risultato attivo.

Per i paesi dell'OCSE nel complesso, l'afflusso netto di capitali (calcolato come differenza fra la variazione nelle riserve e il saldo delle partite correnti) è passato da \$2,8 miliardi nel 1963 a \$3,2 miliardi nello scorso anno. Due quinti di tale aumento sono da attribuire ad operazioni registrate di capitali a lungo termine e il rimanente ad operazioni di capitali a breve, a partite monetarie non incluse nelle riserve e ad errori ed omissioni. L'afflusso netto accertato di capitali a lungo termine è salito da \$115 a 275 milioni. Questo incremento è il risultato di tre cospicue variazioni occorse in Germania, Italia e Regno Unito. In Germania vi è stato uno spostamento di \$760 milioni da un afflusso netto a un deflusso netto, mentre in Italia il fenomeno è stato ancora più accentuato, ma in direzione opposta. Nel Regno Unito il deflusso netto di capitali a lungo termine, che nel 1963 era ammontato a quasi \$500 milioni, nello scorso anno è balzato ad oltre \$1 miliardo. Nell'ambito dei paesi CEE, i movimenti registrati in Germania e Italia si sono in pratica reciprocamente annullati. Poichè, tuttavia, nello scorso anno il deflusso dalla Francia di capitali ufficiali si è fortemente ridotto, mentre nei Paesi Bassi gli investimenti esteri hanno subito un forte aumento, l'afflusso netto di capitali a lungo termine nei paesi CEE, escluso Belgio-Lussemburgo, per il quale non si dispone di dati, è salito da \$100 milioni ad oltre \$700 milioni.

*Regno Unito.* Durante il 1964, l'andamento della bilancia dei pagamenti è stato l'elemento di maggior rilievo negli sviluppi dell'economia del Regno Unito. Per l'intero anno, si è registrato un saldo passivo di \$2,1 miliardi, distribuito in parti quasi uguali tra le partite correnti e il conto capitali a lungo termine. Iniziatosi nella seconda metà del 1963, questo saldo passivo già nel primo trimestre del 1964 ammontava a \$1,8 miliardi su base annuale ed era salito ancora di più nei trimestri seguenti. La maggior parte del saldo passivo accumulato nei primi tre trimestri dell'anno fu coperto da un notevole afflusso di fondi sul mercato di Londra. Durante l'ultimo trimestre dell'anno, quando il disavanzo, pur rimanendo considerevole, aveva già superato la punta massima, sopraggiunse un fortissimo deflusso di capitali da Londra, e si determinò una crisi di notevoli proporzioni. In tale occasione, furono prese delle misure, che miravano principalmente ad operare sul saldo della bilancia commerciale. Tanto le importazioni quanto le esportazioni presentavano comunque sintomi di miglioramento ed è quasi certo che per il primo trimestre del 1965 il saldo passivo sarà stato inferiore a quello di qualsiasi trimestre del 1964. Successivamente, nel bilancio dell'aprile 1965 sono stati proposti alcuni provvedimenti intesi a conseguire una riduzione permanente e drastica nel deflusso netto di capitali.

Prima di descrivere quanto è accaduto nel 1964, è opportuno dare uno sguardo alle più salienti caratteristiche della bilancia dei pagamenti del Regno Unito negli anni recenti. Prendendo in esame i sette anni dal 1958 al 1964, che sono stati rispettivamente il migliore e il peggiore anno postbellico per



quanto riguarda la bilancia dei pagamenti, il primo fatto rilevante è il movimento ciclico del conto merci e, pertanto, delle partite correnti. Le punte elevate raggiunte nel 1958 e 1962 sono fortemente distanziate dalle punte minime del 1960 e 1964. Secondariamente, durante tutto il periodo si è verificato un graduale peggioramento sia della bilancia commerciale che delle partite correnti, poichè la ripresa, intervenuta successivamente alla punta minima del 1960, non ha ricostituito la posizione del 1958 e la flessione occorsa nel 1963-64 ha prodotto un disavanzo delle partite correnti molto più ampio di quello registrato nel 1960.

Il deterioramento delle partite correnti nei periodi 1958-60 e 1963-64 può trovare, in ambedue i casi, una spiegazione nella situazione di più che pieno impiego delle risorse interne. Nel 1963-64 hanno anche influito i prezzi crescenti delle importazioni di prodotti alimentari e materie prime. Per tutto il periodo, la tendenza sfavorevole rivelata dal grafico presenta altri aspetti. Il declino della competitività internazionale del Regno Unito è suggerito dal fatto che la sua quota sulle esportazioni mondiali di manufatti è passata dal 18% nel 1958 al 14% nel 1964. Negli anni recenti, il mercato il cui sviluppo è stato più rapido per le merci britanniche è l'Europa occidentale; il ritmo sarebbe stato ancora più celere, se non fosse occorsa la separazione fra paesi CEE e paesi EFTA. E' inoltre da menzionare che, durante questo periodo, la quota di prodotti finiti sul totale delle importazioni del Regno Unito è salita dall'8 al 15%.

Ove si esaminino i due periodi di maggior debolezza delle partite correnti, si constata che il primo di tali periodi si estende per sette trimestri

dalla fine del 1959 alla metà del 1961, mentre il secondo è incominciato nel terzo trimestre del 1963 e si è protratto fino a tutto dicembre 1964. Tenuto conto dell'ampiezza delle riserve del Regno Unito, disavanzi così cospicui delle partite correnti, in un paese che normalmente esporta capitali a lungo termine, sono stati possibili soltanto perchè hanno coinciso con dei periodi in cui si sono verificati afflussi di fondi sul mercato di Londra. Nel 1960, vi è stato un fortissimo incremento nei saldi su Londra di paesi non appartenenti all'area della sterlina, particolarmente paesi europei, mentre nel 1963-64 la bilancia dei pagamenti del resto dell'area della sterlina ha registrato un saldo attivo e le autorità locali del Regno Unito hanno attinto fondi attraverso il mercato dell'eurodollaro.

Se si considerano i sette anni nel loro insieme, la media trimestrale delle voci identificate delle partite correnti risulta praticamente uguale a zero. La media trimestrale relativa al deflusso di capitali a lungo termine è stata di \$125 milioni. Anche ammettendo che una parte notevole della partita bilanciante attiva di \$25 milioni per trimestre rappresenti introiti delle partite correnti non identificati, durante questi sette anni il deflusso di capitali a lungo termine dal Regno Unito è stato principalmente finanziato attraverso una variazione nella posizione valutaria di \$2,6 miliardi, di cui \$2 miliardi nel 1964. Poichè le riserve ufficiali sono risultate quasi uguali alla fine come al principio del periodo, l'intero finanziamento è stato realizzato praticamente mediante un aumento delle passività estere. L'indebitamento ufficiale verso autorità monetarie estere e verso il F.M.I. è cresciuto di \$0,8 miliardi;

Regno Unito: Bilancia dei pagamenti.\*

| Voci   | 1963   | 1964    | 1964         |              |              |              |
|--|--------|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|  |        |         | 1° trimestre | 2° trimestre | 3° trimestre | 4° trimestre |
| milioni di dollari S.U.  |        |         |              |              |              |              |
| Merci (f.o.b.)   |        |         |              |              |              |              |
| Importazioni . . . . .   | 12.230 | 14.065  | 3.505        | 3.530        | 3.415        | 3.615        |
| Esportazioni e riesportazioni . . . . .  | 12.005 | 12.520  | 3.155        | 3.225        | 2.885        | 3.255        |
| Saldo . . . . .  | - 225  | - 1.545 | - 350        | - 305        | - 530        | - 360        |
| Servizi . . . . .  | + 495  | + 500   | + 200        | + 135        | + 25         | + 140        |
| Saldo delle partite correnti . . . . .   | + 270  | - 1.045 | - 150        | - 170        | - 505        | - 220        |
| Conto capitali a lungo termine   |        |         |              |              |              |              |
| Capitali ufficiali . . . . .   | - 295  | - 335   | - 80         | - 55         | - 80         | - 120        |
| Capitali privati britannici . . . . .  | - 945  | - 1.185 | - 290        | - 315        | - 280        | - 300        |
| Capitali privati esteri . . . . .  | + 755  | + 480   | + 130        | + 50         | + 165        | + 135        |
| Totale . . . . .   | - 485  | - 1.040 | - 240        | - 320        | - 195        | - 285        |
| Saldo delle partite correnti e del<br>conto capitali a lungo termine . . . . . | - 215  | - 2.085 | - 390        | - 490        | - 700        | - 505        |
| Errori e omissioni . . . . .   | - 205  | + 5     | + 125        | + 50         | + 30         | - 200        |
| Saldo complessivo (= variazioni<br>nelle partite monetarie) . . . . .          | - 420  | - 2.080 | - 265        | - 440        | - 670        | - 705        |
| di cui: variazioni nelle riserve e nella posizione<br>F.M.I. . . . .           | - 160  | - 1.345 | + 5          | + 45         | - 165        | - 1.230      |

\* Sulla base delle transazioni.

i saldi in sterline su Londra in possesso di non residenti (esclusa la contropartita relativa all'assistenza ufficiale) sono aumentati di un ammontare quasi uguale, che è detenuto per due terzi da residenti del resto dell'area della sterlina; mentre la rimanenza di \$1 miliardo proviene da afflussi di fondi che non hanno assunto la forma di incrementi nei saldi esteri in sterline.

Per quanto concerne il solo 1964, il conto merci sulla base dei dati doganali ha subito un deterioramento di \$1.470 milioni. Le importazioni sono cresciute di \$1.960 milioni, ovvero del 15%, e le esportazioni di \$490 milioni, ossia del 4%. Un quarto dei maggiori esborsi per importazioni ed una metà dei maggiori introiti da esportazioni sono dovuti all'aumento dei prezzi.

Circa le importazioni, l'incremento è derivato per \$1.080 milioni dagli acquisti di materie industriali (inclusi prodotti semilavorati) che sono stati del 20% superiori a quelli del 1963. Un quarto di questa espansione è dovuta ai prezzi ed un'aliquota anche superiore è probabilmente da ascrivere alla costituzione di scorte. Segue, nell'ordine degli incrementi maggiori, quello di \$515 milioni nelle importazioni di prodotti finiti (che è il più alto in senso relativo, poichè l'aumento è stato del 29%). Gli acquisti di beni strumentali sono cresciuti di \$380 milioni, che corrispondono ad oltre il 40% dei maggiori investimenti in capitali fissi nel settore privato, esclusa l'edilizia per abitazione. Nel 1964, per il secondo anno consecutivo, le importazioni di prodotti finiti destinati al consumo sono state del 23% più ampie. Quelle di generi alimentari e combustibili sono salite di \$365 milioni, cioè di circa il 6,5%.

Quando alle esportazioni, le vendite di prodotti dell'industria meccanica, che costituiscono circa la metà del totale, si sono accresciute soltanto di \$90 milioni, ovvero del 2%. La totalità di questo incremento è consistita di maggiori vendite di autoveicoli. L'espansione maggiore nelle esportazioni proviene da altre categorie di manufatti, le cui vendite sono state superiori di \$420 milioni. Gli aumenti sono stati di \$125 milioni per i prodotti chimici, di \$110 milioni per quelli metallurgici, di \$100 milioni per manufatti vari e di \$60 milioni per prodotti tessili. Le esportazioni di prodotti non manufatti, che rappresentano il 16% del totale, sono rimaste nel complesso immutate. Le esportazioni di generi alimentari e bevande, soprattutto whisky, sono cresciute, mentre quelle di combustibili, che nel 1963 si erano gonfiate in conseguenza di vendite eccezionalmente cospicue di carbone a Francia e Paesi Bassi, hanno subito una contrazione.

La riduzione delle esportazioni nei trimestri intermedi del 1964, che è stata la causa del loro incremento relativamente modesto nell'intero anno, è in gran parte derivata da minori spedizioni verso i paesi CEE. Nell'anno complessivamente, le vendite a paesi del Mercato comune hanno registrato un aumento di \$45 milioni, a confronto di un incremento di \$295 milioni nel 1963. Due terzi della differenza tra questi due dati può essere attribuita al mercato italiano, verso il quale nel 1964 le vendite si sono ridotte del 21%. Le spedizioni verso Francia e Germania sono state appena superiori a quelle

nel 1963, mentre le esportazioni a destinazione del Benelux sono salite considerevolmente. Se si aggiunge che le vendite ai paesi EFTA si sono ampliate di \$175 milioni, nel 1964 l'Europa occidentale ha contribuito per quasi la metà all'aumento delle esportazioni britanniche. Le vendite all'area della sterlina hanno presentato un'espansione di \$175 milioni e quelle verso l'America settentrionale di \$85 milioni.

Il 26 ottobre 1964, è stato introdotto un dazio addizionale a carattere temporaneo del 15% su tutte le importazioni del Regno Unito, che non si applica ai generi alimentari e alle materie prime. In conseguenza, i dazi sui manufatti sono grosso modo raddoppiati. Contemporaneamente, è stata annunciata la concessione agli esportatori di una riduzione di varie imposte indirette che entrano nei costi di produzione delle merci esportate. Le aliquote di tali riduzioni variano dall'1 al 3% del valore delle merci. Nell'aprile 1965, il dazio addizionale è stato diminuito al 10%.

Nel primo trimestre del 1965, il disavanzo commerciale (calcolato su base f.o.b.), rettificato per variazioni stagionali, è stato di \$106 milioni. Le importazioni sono state del 4% inferiori a quelle del trimestre precedente. Parte della diminuzione è forse da attribuire agli scioperi dei lavoratori portuali negli Stati Uniti. Le esportazioni, dopo essere aumentate del 4% nell'ultimo trimestre del 1964, sono salite di un ulteriore 1,5% nei primi tre mesi del 1965. La maggior parte della ripresa delle esportazioni si è avuta nel settore dell'industria meccanica.

Prendendo a base la bilancia dei pagamenti, nel 1964 il disavanzo commerciale è stato di \$1.545 milioni, in confronto a \$225 milioni nel 1963. Nonostante sia stato dilazionato il pagamento di interessi per \$90 milioni dovuti sui prestiti postbellici concessi dagli Stati Uniti e dal Canada, non vi è stata praticamente alcuna variazione nel saldo netto delle partite invisibili, che hanno fruttato \$500 milioni. L'avanzo sarebbe stato superiore senza i pagamenti speciali effettuati ad un importante paese produttore di petrolio in base ad un accordo relativo allo spostamento dei termini di pagamento delle imposte. Le spese governative all'estero sono salite di \$125 milioni e le partite correnti identificate hanno accumulato un disavanzo di \$1.045 milioni.

Nel 1964, il deflusso netto di capitali a lungo termine, ammontante a \$1.040 milioni, è stato eccezionalmente alto. Le esportazioni di capitali ufficiali sono aumentate lievemente, da \$295 a 335 milioni. Peraltro, nel settore privato, l'incremento è stato di oltre \$500 milioni, da \$190 a 705 milioni. Una quota notevole dell'aumento è da attribuire ai maggiori investimenti netti effettuati all'estero dall'industria petrolifera, fra cui un investimento di \$170 milioni da parte del Gruppo Royal Dutch/Shell nella società Montecatini. Le transazioni nette per investimenti di portafoglio, che nel 1963 avevano provocato un afflusso, nel 1964 hanno presentato un deflusso di \$160 milioni. Una parte di esso è probabilmente il riflesso della diminuita fiducia nella sterlina durante il corso dell'anno; peraltro, nel 1964, quasi un terzo dell'uscita netta in tale settore è dovuto all'acquisto degli interessi esteri di una sola compagnia britannica.

Pertanto, il disavanzo nelle partite correnti e nel conto capitali a lungo termine è stato di \$2.085 milioni. La partita bilanciante, che rappresenta gli errori ed omissioni, è stata praticamente uguale a zero. Poichè questa voce comprende un certo avanzo netto per transazioni correnti non identificate, dev'essersi verificato un deflusso di capitali alquanto più ampio di quello indicato dalle statistiche.

Nel suo discorso del bilancio del 6 aprile 1965, il Cancelliere dello Scacchiere ha annunciato alcune misure destinate a ridurre decisamente il deflusso netto di capitali a lungo termine dal Regno Unito. In primo luogo, dovranno essere più fortemente tassati, che nel passato, gli interessi e dividendi provenienti da investimenti esteri e trasferiti nel Regno Unito, limitando l'esenzione fiscale di cui usufruiscono tali redditi. Secondariamente, si provvederà a ridurre la quantità di valuta disponibile per effettuare investimenti esteri che non siano permessi al tasso ufficiale di cambio. In terzo luogo, saranno introdotte norme più severe per quanto concerne l'utilizzo del mercato ufficiale dei cambi per investimenti diretti fuori dell'area della sterlina.

*Italia.* La bilancia dei pagamenti, che era stata passiva durante tutto il 1963 ed il primo trimestre del 1964, volse in senso decisamente favorevole nel secondo trimestre, allorquando sia le partite correnti che il conto capitali divennero attivi. Al saldo passivo del 1963, di oltre \$1,2 miliardi, è pertanto seguito nello scorso anno un saldo attivo di \$775 milioni. Questo capovolgimento è da ascrivere alla contemporanea riduzione delle importazioni ed espansione delle esportazioni, che produssero una contrazione del disavanzo commerciale di \$1 miliardo, cui si è aggiunto un considerevole afflusso netto di capitali.

In confronto al livello dell'anno precedente, nel 1964 la spesa per importazioni (calcolata su base c.i.f.) è diminuita del 3% (dopo essere aumentata del 18% nel primo trimestre, essa si è ridotta del 9% nei nove mesi seguenti). Durante l'anno nel suo complesso, i proventi da esportazioni sono cresciuti del 17% (dell'11% nel primo trimestre e del 19% negli ultimi tre trimestri). In conseguenza, il disavanzo commerciale è passato da \$680 milioni nel periodo gennaio-marzo 1964 ad una media di \$270 milioni per trimestre nel periodo da aprile a dicembre. Nel primo trimestre del 1965, esso è ammontato a \$195 milioni grazie ad una ulteriore contrazione nelle importazioni.

Le restrizioni creditizie applicate a partire dalla metà del 1963, unitamente a misure più specifiche introdotte nel febbraio e nell'aprile 1964, hanno contribuito a tale risultato. Così l'introduzione di una imposta del 7-15% applicabile alle vendite di automobili nuove (successivamente abolita, in novembre) e l'inasprimento dei termini entro cui effettuare i pagamenti per l'importazione di prodotti di consumo durevoli hanno avuto effetto sugli acquisti di autoveicoli, che sono diminuiti da \$325 a 200 milioni, corrispondenti ad un terzo della totale riduzione delle importazioni registrata nelle statistiche doganali. Nello scorso anno tanto le importazioni di prodotti

Italia: Bilancia dei pagamenti.\*

| Voci   | 1963           | 1964           | 1964         |              |              |              | 1965<br>1° trimestre |
|--|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------|
|  |                |                | 1° trimestre | 2° trimestre | 3° trimestre | 4° trimestre |                      |
| milioni di dollari S.U.  |                |                |              |              |              |              |                      |
| <b>Merci</b>   |                |                |              |              |              |              |                      |
| Importazioni (c.i.f.) . .  | 7.260          | 7.065          | 1.935        | 1.725        | 1.635        | 1.770        | 1.710                |
| Esportazioni (f.o.b.) . .  | 4.765          | 5.580          | 1.255        | 1.330        | 1.475        | 1.520        | 1.515                |
| <b>Saldo . . . . .</b>   | <b>- 2.495</b> | <b>- 1.485</b> | <b>- 680</b> | <b>- 395</b> | <b>- 160</b> | <b>- 250</b> | <b>- 195</b>         |
| <b>Servizi</b>   |                |                |              |              |              |              |                      |
| Turismo . . . . .  | + 750          | + 825          | + 90         | + 185        | + 350        | + 200        | + 115                |
| Rimesse dei lavoratori .   | + 520          | + 550          | + 100        | + 135        | + 160        | + 155        | + 115                |
| Noli . . . . .   | + 305          | + 330          | + 80         | + 85         | + 90         | + 75         | + 80                 |
| Altri servizi . . . . .  | + 30           | + 115          | - 15         | + 45         | + 35         | + 50         | + 0                  |
| <b>Totale . . . . .</b>  | <b>+ 1.605</b> | <b>+ 1.820</b> | <b>+ 255</b> | <b>+ 450</b> | <b>+ 635</b> | <b>+ 480</b> | <b>+ 310</b>         |
| <b>Saldo delle partite correnti . . . . .</b>                        | <b>- 890</b>   | <b>+ 335</b>   | <b>- 425</b> | <b>+ 55</b>  | <b>+ 475</b> | <b>+ 230</b> | <b>+ 115</b>         |
| <b>Movimenti di capitali</b>   |                |                |              |              |              |              |                      |
| Rimpatrio di banconote   | - 1.470        | - 575          | - 260        | - 140        | - 115        | - 60         | - 135                |
| Investimenti di non residenti . .                                    | + 1.240        | + 1.085        | + 245        | + 430        | + 200        | + 210        | } + 90               |
| Investimenti di residenti . . . . .                                  | - 115          | - 110          | - 30         | - 15         | - 45         | - 20         |                      |
| Altri movimenti . . . . .  | - 10           | + 40           | + 35         | - 105        | - 15         | + 125        |                      |
| <b>Totale . . . . .</b>  | <b>- 355</b>   | <b>+ 440</b>   | <b>- 10</b>  | <b>+ 170</b> | <b>+ 25</b>  | <b>+ 255</b> | <b>- 45</b>          |
| <b>Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . .</b>  | <b>- 1.245</b> | <b>+ 775</b>   | <b>- 435</b> | <b>+ 225</b> | <b>+ 500</b> | <b>+ 485</b> | <b>+ 70</b>          |
| <i>di cui: variazioni nelle riserve e nella posizione F.M.I. . .</i> | <i>- 410</i>   | <i>+ 365</i>   | <i>- 645</i> | <i>+ 80</i>  | <i>+ 430</i> | <i>+ 500</i> | <i>0</i>             |

\*Sulla base dei conti di cassa.

siderurgici quanto quelle di prodotti dell'industria meccanica sono diminuite di \$140 milioni, riflettendo in ciò la contrazione dell'attività economica. Le esportazioni sono aumentate di \$900 milioni in valore assoluto, per un terzo circa sotto forma di prodotti di consumo e per un altro terzo circa di beni strumentali. Questi ultimi sono stati favoriti dalla forte domanda estera e dalla contrazione di quella interna: che è l'inverso della situazione del 1963.

Nel 1964 il saldo netto dei servizi è salito di oltre \$200 milioni, principalmente in conseguenza di più cospicui proventi netti dal turismo, da ascrivere all'aumento dei prezzi in Italia, dal momento che i pernottamenti registrati negli alberghi sono stati alquanto inferiori di numero a quelli del 1963. Anche le altre voci importanti del settore dei servizi hanno manifestato risultati migliori dell'anno precedente. Nel primo trimestre del 1965, gli introiti netti dai servizi hanno presentato un incremento di \$55 milioni rispetto al corrispondente trimestre del 1964.

L'inversione nel conto capitali da un deflusso netto di \$355 milioni nel 1963 ad un afflusso netto di \$440 milioni è da attribuire, in linea

principale, ad una contrazione delle esportazioni illegali di capitali sotto forma di biglietti di banca, in connessione con la scarsità di liquidità e, più specificamente, con le modificazioni nella tassazione dei dividendi. Nel febbraio, l'imposta cedolare d'acconto del 15% è stata sostituita dall'opzione di pagare una imposta cedolare del 5% come acconto dell'imposta sul reddito oppure del 30% una volta tanto sui dividendi percepiti. Le esportazioni di biglietti di banca, calcolate in base all'ammontare delle banconote rimpatriate e accreditate ai conti capitali in lire di non residenti, si sono ridotte da \$1.470 milioni nel 1963 a \$575 milioni nello scorso anno. Nel quarto trimestre, esse si erano contratte a \$60 milioni, in confronto di \$280 milioni nel corrispondente trimestre dell'anno precedente e alla punta massima di \$525 milioni raggiunta nel primo trimestre 1963. Gli investimenti netti in Italia da parte di non residenti si sono ridotti di \$155 milioni, a \$1.085 milioni, manifestando la tendenza a spostarsi dagli investimenti di portafoglio agli investimenti diretti e ai prestiti: gli acquisti netti di titoli italiani da parte di non residenti sono diminuiti di \$600 milioni, mentre gli investimenti diretti netti sono aumentati di \$190 milioni e i prestiti netti contratti all'estero, di \$255 milioni.

*Germania.* Il saldo delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine è passato da un avanzo di \$710 milioni nel 1963 a un disavanzo di \$165 milioni nello scorso anno. La causa principale di questa variazione è stata un'inversione nel saldo delle transazioni su titoli tedeschi; inoltre, vi è stato un aumento della spesa netta per servizi.

Per l'intero anno, l'avanzo commerciale, di oltre \$1,5 miliardi, è stato praticamente uguale a quello del 1963, ma, in conseguenza della rapida espansione delle importazioni, è stato molto minore nella seconda metà dell'anno rispetto alla prima metà. Confrontate col periodo corrispondente del 1963, le importazioni sono aumentate dell'8% nel primo semestre del 1964 e del 17% nel secondo, mentre le esportazioni hanno seguito un ritmo inverso, accrescendosi del 17 e del 7%, rispettivamente, nella prima e seconda metà dell'anno. Nel primo trimestre del 1965, il ritmo ascendente delle importazioni ha continuato ad essere più rapido di quello delle esportazioni, sicché l'avanzo commerciale si è ridotto a \$275 milioni rispetto ad un avanzo di \$595 milioni nel trimestre corrispondente del 1964.

Eccettuate le importazioni di armamenti, che hanno continuato a declinare nel 1964, tutte le principali categorie di prodotti hanno segnato incrementi. Le importazioni di derrate alimentari e di prodotti finiti sono aumentate entrambi del 10%, mentre quelle di materie prime industriali e di prodotti semilavorati si sono accresciute di circa il 20%.

Per la prima volta dall'inizio della Comunità economica europea, le esportazioni verso paesi membri sono cresciute meno di quelle totali, e precisamente dell'8% contro l'11%. L'avanzo commerciale verso l'Italia, che era ammontato a \$440 milioni nel 1963, nello scorso anno si è ridotto a \$30 milioni.

Germania: Bilancia dei pagamenti.<sup>1</sup>

| Voci  | 1963    | 1964               | 1964            |                 |                 |                    | 1965<br>1°<br>trimestre |
|---|---------|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------|-------------------------|
|   |         |                    | 1°<br>trimestre | 2°<br>trimestre | 3°<br>trimestre | 4°<br>trimestre    |                         |
| milioni di dollari S.U.   |         |                    |                 |                 |                 |                    |                         |
| <b>Merci</b>  |         |                    |                 |                 |                 |                    |                         |
| Esportazioni (f.o.b.) . . . . .   | 14.580  | 16.230             | 3.890           | 4.055           | 3.870           | 4.415              | 4.340                   |
| Importazioni (c.i.f.) . . . . .   | 13.070  | 14.710             | 3.295           | 3.560           | 3.700           | 4.155              | 4.065                   |
| Saldo . . . . .   | + 1.510 | + 1.520            | + 595           | + 495           | + 170           | + 260              | + 275                   |
| Servizi . . . . .   | - 50    | - 215              | - 20            | - 20            | - 140           | - 35               | - 15                    |
| Trasferimenti unilaterali . . . . .                                     | -1.240  | -1.205             | - 280           | - 355           | - 290           | - 280              | - 305                   |
| Saldo delle partite correnti . . . . .                                  | + 220   | + 100              | + 295           | + 120           | - 260           | - 55               | - 45                    |
| <b>Conto capitali lungo a termine</b>                                   |         |                    |                 |                 |                 |                    |                         |
| Capitali privati  |         |                    |                 |                 |                 |                    |                         |
| Transazioni su titoli . . . . .   | + 595   | - 110              | + 80            | - 245           | + 45            | + 10               | - 140                   |
| Altre transazioni . . . . .   | + 190   | + 155              | + 35            | + 40            | - 5             | + 85               | + 220                   |
| Totale . . . . .  | + 785   | + 45               | + 115           | - 205           | + 40            | + 95               | + 80                    |
| Capitali ufficiali . . . . .  | - 295   | - 310              | - 65            | - 60            | - 65            | - 120              | - 45                    |
| Totale . . . . .  | + 490   | - 265              | + 50            | - 265           | - 25            | - 25               | + 35                    |
| Saldo partite correnti e conto<br>capitali a lungo termine . . . . .    | + 710   | - 165              | + 345           | - 145           | - 285           | - 80               | - 10                    |
| <b>Conto capitali a breve</b>   |         |                    |                 |                 |                 |                    |                         |
| Capitali privati <sup>2</sup> . . . . .                                 | + 5     | + 40               | + 165           | + 15            | - 75            | - 65               | + 45                    |
| Capitali ufficiali <sup>3</sup> . . . . .                               | - 80    | - 175              | - 95            | + 5             | + 20            | - 105              | + 20                    |
| Totale . . . . .  | - 75    | - 135              | + 70            | + 20            | - 55            | - 170              | + 65                    |
| Saldo conto capitali . . . . .  | + 415   | - 400              | + 120           | - 245           | - 80            | - 195              | + 100                   |
| Errori e omissioni . . . . .  | - 130   | + 470              | + 235           | + 105           | + 190           | - 60               | + 300                   |
| Saldo complessivo (= varia-<br>zioni nelle partite monetarie) . . . . . | + 505   | + 170              | + 650           | - 20            | - 150           | - 310              | + 355                   |
| di cui: variazioni nelle riserve e nella<br>posizione F.M.I. . . . .    | + 720   | + 225 <sup>4</sup> | + 100           | + 90            | - 80            | + 115 <sup>4</sup> | - 160                   |

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Escluse le variazioni nella posizione netta verso l'estero delle banche commerciali. <sup>3</sup> Escluse le transazioni col F.M.I. <sup>4</sup> Compreso un credito di \$180 milioni concesso al F.M.I. in base agli Accordi generali di prestito.

Nel 1964, d'altra parte, l'avanzo commerciale nei confronti dei paesi EFTA ha subito un forte incremento, principalmente in conseguenza del miglioramento registrato nella bilancia commerciale nei confronti di Danimarca, Regno Unito e Austria.

Nello scorso anno, la tendenza al crearsi di cospicui disavanzi nelle partite invisibili si è accentuata. Però, mentre negli anni precedenti causa principale del deterioramento erano stati i crescenti disavanzi in conto turismo, nel 1964 il peggioramento è da ascrivere a quasi tutte le voci, ma in primissimo piano ai più cospicui esborsi per interessi e dividendi. Il deterioramento relativo a quest'ultima partita è stato di \$100 milioni - in confronto a quello totale di \$165 milioni del conto servizi - e ha rispecchiato un incremento nei dividendi corrisposti dalle società tedesche ai loro azionisti esteri.

I trasferimenti unilaterali, per un ammontare di \$1,2 miliardi, sono stati alquanto inferiori a quelli del 1963. I pagamenti per indennizzi hanno continuato a ridursi, mentre le rimesse dei lavoratori sono rimaste stabili. Poichè nello scorso anno, sia il numero dei lavoratori stranieri sia il livello generale dei salari hanno subito un incremento, si deve desumere che numerosi immigranti abbiano portato le loro famiglie in Germania.

L'afflusso netto di capitali privati a lungo termine, che dal 1960 era stato una caratteristica ricorrente della bilancia dei pagamenti e nel 1963 era ammontato a circa \$800 milioni, nello scorso anno è disceso al disotto di \$50 milioni in dipendenza non solo e principalmente di un forte declino degli investimenti esteri in Germania ma anche di un aumento degli investimenti tedeschi all'estero.

Per quanto concerne i capitali esteri privati, il loro afflusso netto si è ridotto da oltre \$1 miliardo a meno di \$500 milioni lo scorso anno, e quasi nove decimi di questa diminuzione sono da ascrivere a minori acquisti netti di obbligazioni tedesche. Questo è stato il diretto risultato dell'annuncio dato dal governo, nel marzo 1964, dell'intenzione di introdurre un'imposta del 25% sul reddito da capitale per titoli tedeschi a interesse fisso in possesso di non residenti. L'imposta è stata approvata agli inizi del 1965. Mentre nel primo trimestre del 1964 si erano registrati acquisti netti per \$110 milioni, nel secondo trimestre si sono verificate vendite nette per \$130 milioni. Sebbene per il resto dell'anno i non residenti abbiano acquistato titoli tedeschi più che non ne abbiano venduti, durante l'anno nel suo complesso le transazioni in obbligazioni tedesche da parte di non residenti si sono completamente bilanciate. Gli acquisti netti di azioni tedesche da parte dei medesimi si sono ridotti da \$220 milioni nel 1963 a \$100 milioni nello scorso anno, in conseguenza, analogamente a quanto è accaduto per le obbligazioni, di una variazione verificatasi nel secondo trimestre. Nello scorso anno, a differenza degli investimenti in titoli, gli investimenti esteri diretti sono aumentati.

Per quanto riguarda i capitali privati tedeschi a lungo termine, nello scorso anno l'uscita netta è ammontata a \$445 milioni (contro \$280 milioni nel 1963), di cui \$120 milioni hanno rappresentato acquisti netti di obbligazioni estere. Durante il 1964 sul mercato tedesco sono stati emessi dodici prestiti esteri stilati in DM, per un totale di \$225 milioni, di cui circa \$90 milioni sottoscritti da residenti. I crediti e i prestiti concessi a non residenti sono più che raddoppiati e gli acquisti di azioni estere sono aumentati pure in misura notevole. Nel primo trimestre del 1965, acquisti di obbligazioni estere effettuati su vasta scala da residenti tedeschi, unitamente a cospicue vendite di titoli tedeschi da parte di non residenti, hanno provocato un deflusso netto di \$140 milioni. Tuttavia, quest'ultimo è stato compensato da un'entrata netta di altri capitali a lungo termine, sicchè si è avuto un saldo netto di \$80 milioni nel conto capitali privati a lungo termine.

Nello scorso anno, il deflusso totale netto del conto capitali a breve ha subito un'espansione a \$135 milioni, da \$75 milioni nel 1963. A causa

di pagamenti anticipati da parte della Germania per armamenti, si è avuto un aumento nel deflusso netto di capitali ufficiali da \$80 a 175 milioni. Nel settore privato, d'altra parte, l'afflusso netto di capitali è stato più cospicuo che nel 1963, avendo le imprese tedesche aumentato il loro indebitamento all'estero.

L'inversione del saldo del conto capitali da un afflusso netto di \$415 milioni nel 1963 a un deflusso netto di uguale ammontare lo scorso anno è stata in larga misura compensata da una variazione di \$600 milioni nel saldo delle partite non registrate, in conseguenza del fatto che i termini di pagamento si sono modificati a favore della Germania. Nello scorso anno, dato il deterioramento delle partite correnti, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti si è, tuttavia, ridotto da \$505 a 170 milioni. Nel primo trimestre del 1965, lo stesso saldo attivo è ammontato a \$355 milioni, quasi interamente dovuto ad un avanzo assai cospicuo delle partite non registrate.

*Francia.* Lo scorso anno, per la prima volta dal 1958, la bilancia commerciale francese ha registrato un disavanzo. In seguito alla riduzione dei proventi dai servizi, l'avanzo delle partite correnti, che fra il 1959 e il 1963 si era aggirato su di una media di \$730 milioni, si è contratto a \$85 milioni. Tuttavia, il fatto di non esservi stati anticipati pagamenti di debiti, che nel 1963 erano ammontati a \$280 milioni, l'afflusso netto alquanto più ampio di capitali esteri privati e i migliori risultati ottenuti nella restante area del franco hanno contribuito a far sì che il saldo della bilancia dei pagamenti, calcolato in base all'aumento delle riserve ufficiali, sia ammontato a \$815 milioni e sia stato, pertanto, quasi altrettanto cospicuo che nel 1963.

Gli scambi con paesi non appartenenti all'area del franco hanno continuato la loro rapida espansione. Calcolate in base alle statistiche doganali, le esportazioni, il cui aumento era stato dell'11% nel 1963, sono cresciute del 12% lo scorso anno; il saggio di espansione delle importazioni è invece alquanto diminuito, dal 22 al 17%. Nel corso del 1964 e nei primi mesi del 1965, tuttavia, le esportazioni sono cresciute più rapidamente delle importazioni, sicchè il disavanzo commerciale è disceso da \$340 milioni nel primo trimestre del 1964 a \$180 milioni nel primo trimestre del 1965.

Nel corso degli ultimi cinque anni vi sono stati alcuni spostamenti degni di rilievo nella composizione degli scambi. Per quanto riguarda le importazioni, che in valore assoluto sono passate da \$4.860 milioni nel 1960 a \$8.430 milioni nel 1964, l'aliquota dei beni di consumo è aumentata dal 7 al 14% e quella dei prodotti alimentari dal 9 al 12%. Nel 1964, peraltro, le importazioni di carne sono state superiori dell'80% a quelle dell'anno precedente come conseguenza della penuria verificatasi sul mercato interno. Le importazioni di materie prime sono, invece, declinate dal 24 al 16% del totale e quelle di combustibili dal 19 al 14%; queste ultime in dipendenza di più abbondanti acquisti dall'area del franco.

Francia: Bilancia dei pagamenti.<sup>1</sup>

| Voci   | 1963               | 1964 <sup>2</sup> | 1964         |              |              |              |
|--|--------------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|  |                    |                   | 1° trimestre | 2° trimestre | 3° trimestre | 4° trimestre |
| milioni di dollari S.U.  |                    |                   |              |              |              |              |
| <b>Francia</b>   |                    |                   |              |              |              |              |
| <b>Merci (f.o.b.)</b>  |                    |                   |              |              |              |              |
| Esportazioni . . . . .   | 6.745              | 7.585             | 1.825        | 1.835        | 1.830        | 1.935        |
| Importazioni . . . . .   | 6.570              | 7.700             | 1.950        | 1.890        | 1.750        | 2.010        |
| <b>Saldo commerciale . . . . .</b>   | <b>+ 175</b>       | <b>- 115</b>      | <b>- 125</b> | <b>- 55</b>  | <b>+ 80</b>  | <b>- 75</b>  |
| <b>Servizi</b>   |                    |                   |              |              |              |              |
| Turismo . . . . .  | + 120              | + 30              | + 30         | + 60         | - 90         | + 20         |
| Rimesse di lavoratori . . . . .  | - 205              | - 230             | - 50         | - 55         | - 65         | - 65         |
| Altre partite . . . . .  | + 420              | + 400             | + 50         | + 90         | + 105        | + 120        |
| <b>Totale . . . . .</b>  | <b>+ 335</b>       | <b>+ 200</b>      | <b>+ 30</b>  | <b>+ 95</b>  | <b>- 50</b>  | <b>+ 75</b>  |
| <b>Saldo delle partite correnti . . . . .</b>                                  | <b>+ 510</b>       | <b>+ 85</b>       | <b>- 95</b>  | <b>+ 40</b>  | <b>+ 30</b>  | <b>+ 0</b>   |
| <b>Conto capitali a lungo termine</b>  |                    |                   |              |              |              |              |
| Capitali ufficiali . . . . .   | - 430 <sup>3</sup> | - 80              | - 15         | - 10         | - 40         | - 15         |
| Capitali privati . . . . .   | + 515              | + 545             | + 110        | + 140        | + 130        | + 145        |
| <b>Totale . . . . .</b>  | <b>+ 85</b>        | <b>+ 465</b>      | <b>+ 95</b>  | <b>+ 130</b> | <b>+ 90</b>  | <b>+ 130</b> |
| <b>Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine . . . . .</b>       | <b>+ 595</b>       | <b>+ 550</b>      | <b>+ 0</b>   | <b>+ 170</b> | <b>+ 120</b> | <b>+ 130</b> |
| <b>Conto capitali a breve . . . . .</b>  | <b>- 70</b>        | <b>- 100</b>      | <b>- 25</b>  | <b>- 20</b>  | <b>- 25</b>  | <b>- 20</b>  |
| <b>Resto dell'area del franco . . . . .</b>                                    | <b>+ 130</b>       | <b>+ 260</b>      | <b>+ 65</b>  | <b>+ 50</b>  | <b>+ 55</b>  | <b>+ 75</b>  |
| <b>Errori e omissioni . . . . .</b>  | <b>- 5</b>         | <b>+ 65</b>       | <b>+ 60</b>  | <b>+ 70</b>  | <b>+ 25</b>  | <b>+ 45</b>  |
| <b>Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . . . .</b>      | <b>+ 650</b>       | <b>+ 775</b>      | <b>+ 100</b> | <b>+ 270</b> | <b>+ 175</b> | <b>+ 230</b> |
| <i>di cui: variazioni nelle riserve nette e nella posizione F.M.I. . . . .</i> | <i>+ 860</i>       | <i>+ 815</i>      | <i>+ 70</i>  | <i>+ 305</i> | <i>+ 95</i>  | <i>+ 345</i> |

<sup>1</sup> Sulla base dei conti di cassa. <sup>2</sup> La somma dei dati trimestrali non corrisponde ai totali annuali, dato che a questi ultimi sono state apportate correzioni, di cui non si è tenuto conto nei dati trimestrali. <sup>3</sup> Compresi \$161 milioni per pagamenti anticipati di debiti agli Stati Uniti e \$119 milioni alla BIRS.

Le esportazioni sono aumentate da \$4.810 milioni nel 1960 a \$7.410 milioni nel 1964, cioè del 55%. Le esportazioni di derrate sono cresciute di non meno del 115% e la loro quota sul totale è salita dall'11 al 16%, grazie particolarmente all'incremento nelle vendite di grano. Le esportazioni di manufatti, d'altro lato, sono cresciute del 48% e la loro quota è discesa dal 75 al 71%. In ciò si riflette principalmente un declino, dal 34 al 30%, nella quota di prodotti semilavorati, ma anche le esportazioni di beni di consumo hanno perso un po' di terreno.

Per quanto concerne gli scambi con l'area del franco, dal 1960 le importazioni si sono sviluppate in misura soltanto del 15%, mentre le esportazioni si sono effettivamente contratte di circa il 25%. Nel settore delle importazioni la quota dei prodotti alimentari si è gradualmente ridotta dal 57 al 47%, mentre quella dei combustibili è salita dall'11 al 23%. Lo scorso anno, la quota dell'Algeria rispetto al totale delle esportazioni della Francia è discesa al 31%, mentre era stata del 53% nel 1960.

I proventi netti dai servizi, che nel 1960 avevano toccato una punta di \$540 milioni, sono successivamente declinati a \$335 milioni nel 1963 e a \$200 milioni nello scorso anno. Il fatto che gli esborsi per il turismo all'estero da parte di francesi siano aumentati molto più rapidamente che gli introiti dal turismo straniero in Francia va posto in relazione con la forte concorrenza di altri paesi del Mediterraneo, nonché con la limitata capacità alberghiera in Francia. Pertanto, l'avanzo tradizionale, che nel 1960 era ammontato a \$240 milioni, nello scorso anno è quasi scomparso. L'espansione economica ininterrotta ha fatto aumentare il numero dei lavoratori stranieri, mentre i saggi salariali sono saliti; ne è conseguito un aumento delle rimesse nette da parte della mano d'opera straniera da \$100 milioni nel 1960 a \$205 e 230 milioni nel 1963 e 1964 rispettivamente. Si calcola che, in questo ultimo anno, le forze lavorative provenienti da altri paesi, esclusa l'Algeria, siano ammontate a 1.370.000 unità.

Gli investimenti privati in Francia da parte di non residenti, che negli anni recenti hanno segnato una media di \$450 milioni, nel 1964 sono saliti a \$545 milioni. Di questi, \$310 milioni sono rappresentati da investimenti diretti e costituiscono la punta massima finora raggiunta, in cui si riflette principalmente l'immissione di capitale addizionale per l'espansione di imprese già esistenti. Gli investimenti diretti, sebbene soggetti ad autorizzazione, sono stati trattati con criteri di larghezza. Ma, secondo le dichiarazioni fatte dal Ministro delle finanze alla fine di marzo 1965, potranno in futuro essere osservati criteri restrittivi, a favore di progetti che contemplino la creazione di industrie o l'applicazione di tecniche nuove. Gli investimenti di portafoglio da parte di non residenti sono ammontati a \$140 milioni, cioè hanno superato di poco quelli del 1963. D'altro lato, i prestiti contratti all'estero, che sono soggetti a rigoroso controllo, sono diminuiti da \$115 a 105 milioni. Gli investimenti privati all'estero da parte di francesi sono stati compensati da disinvestimenti. Mentre si è avuto un aumento nei prestiti concessi a paesi esteri e negli investimenti diretti da parte di imprese francesi, è continuata la vendita di titoli esteri da parte di residenti francesi al ritmo di \$100 milioni all'anno, ciò che è da ascrivere alla forte posizione goduta dal franco francese e alle esigenze di finanziamento della economia.

I proventi netti dal resto dell'area del franco sono saliti da \$130 a 260 milioni, rispecchiando vendite più cospicue e prezzi più elevati di materie prime e di prodotti alimentari.

*Paesi Bassi.* Nello scorso anno, per effetto dell' "esplosione" negli investimenti e nei salari, le importazioni sono salite di \$900 milioni, ovvero del 17%. Le esportazioni sono aumentate del 10% e, corrispondentemente, il disavanzo commerciale è passato da \$365 a 765 milioni; questo disavanzo rappresenta, tuttavia, soltanto la metà di quello che ci si attendeva come conseguenza del balzo nella domanda. Tale risultato relativamente favorevole è dovuto in gran parte agli abbondanti raccolti, che hanno consentito al paese di ridurre le importazioni e aumentare le esportazioni di prodotti agricoli.

**Paesi Bassi: Bilancia dei pagamenti.<sup>1</sup>**

| Voci   | 1963               | 1964  | 1964         |              |              |              | 1965  |
|--|--------------------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|
|  |                    |       | 1° trimestre | 2° trimestre | 3° trimestre | 4° trimestre |       |
| milioni di dollari S.U.  |                    |       |              |              |              |              |       |
| <b>Merci (f.o.b.)</b>  |                    |       |              |              |              |              |       |
| Importazioni . . . . .   | 5.215              | 6.115 | 1.440        | 1.565        | 1.530        | 1.580        | 1.545 |
| Esportazioni . . . . .   | 4.950              | 5.350 | 1.220        | 1.320        | 1.340        | 1.470        | 1.375 |
| Saldo . . . . .  | - 365              | - 765 | - 220        | - 245        | - 190        | - 110        | - 170 |
| <b>Servizi</b>   |                    |       |              |              |              |              |       |
| Interessi e dividendi . . . . .  | + 180              | + 200 | + 55         | - 40         | + 80         | + 105        | + 60  |
| Altri servizi . . . . .  | + 455              | + 460 | + 85         | + 120        | + 135        | + 120        | + 115 |
| Totale . . . . .   | + 635              | + 660 | + 140        | + 80         | + 215        | + 225        | + 175 |
| Saldo delle partite correnti . . . . .                                       | + 270              | - 105 | - 80         | - 165        | + 25         | + 115        | + 5   |
| <b>Movimenti di capitali</b>   |                    |       |              |              |              |              |       |
| Capitali ufficiali . . . . .   | - 105 <sup>2</sup> | - 30  | - 0          | - 10         | - 10         | - 10         | - 5   |
| Capitali privati   |                    |       |              |              |              |              |       |
| a lungo termine . . . . .  | - 15               | + 115 | - 30         | + 30         | + 50         | + 65         | + 30  |
| a breve . . . . .  | - 10               | + 80  | - 20         | - 20         | + 90         | + 30         | - 35  |
| Totale . . . . .   | - 130              | + 165 | - 50         | - 0          | + 130        | + 85         | - 10  |
| <b>Saldo complessivo</b><br>(= variazioni nelle partite monetarie) . . . . . | + 140              | + 60  | - 130        | - 165        | + 155        | + 200        | - 5   |
| di cui: variazioni nelle riserve e nella posizione F.M.I. . . . .            | + 170              | + 250 | - 60         | - 30         | + 175        | + 165        | - 5   |

<sup>1</sup> Sulla base dei conti di cassa.   <sup>2</sup> Compreso un importo di \$70 milioni per pagamenti anticipati di debiti.

Mentre si è registrato un modesto incremento negli introiti netti dalle partite invisibili, il saldo delle partite correnti si è spostato da un avanzo di \$270 milioni nel 1963 ad un disavanzo di \$105 milioni. Tale deterioramento si è verificato interamente nella prima metà dell'anno, allorché il disavanzo è ammontato a \$245 milioni. Nel terzo trimestre del 1964 le partite correnti sono state in equilibrio e nell'ultimo trimestre hanno dato luogo ad un avanzo di \$115 milioni. Nel primo trimestre del 1965, il conto delle partite correnti è tornato di nuovo ad essere praticamente in equilibrio; ciò che costituisce un miglioramento rispetto al trimestre corrispondente del 1964 ma un deterioramento nei confronti dell'ultimo trimestre dello stesso anno.

Mentre nel 1963 l'avanzo delle partite correnti è stato in parte controbilanciato da un deflusso netto di capitali, nel 1964 il disavanzo delle partite correnti di \$105 milioni è stato più che compensato da un afflusso netto di capitali per \$165 milioni.

Il deflusso netto di capitali ufficiali è diminuito da \$105 milioni nel 1963 a \$30 milioni nello scorso anno, non essendo stato effettuato alcun rimborso anticipato di debiti. Peraltro, le maggiori variazioni si sono verificate nel settore privato, in cui il modesto disavanzo di \$15 milioni registrato

nel 1963 nel conto capitali a lungo termine è stato sostituito da un avanzo di \$115 milioni. L'uscita di capitali olandesi si è ridotta a meno della metà rispetto al suo livello del 1963, perchè, sebbene gli investimenti diretti all'estero siano leggermente aumentati, sono invece cessati gli acquisti di titoli esteri come pure i crediti concessi a non residenti. L'afflusso di capitali esteri è stato praticamente uguale a quello dell'anno precedente, per effetto di una diminuzione negli acquisti di titoli olandesi che è stata compensata da maggiori prestiti e investimenti diretti. Si è verificato anche uno spostamento nei movimenti dei fondi a breve termine, per cui da un deflusso netto si è passati a un'entrata netta.

*Belgio.* Negli anni recenti, i movimenti nelle partite correnti sono stati principalmente il riflesso di variazioni nel conto servizi, mentre la bilancia commerciale non ha subito fluttuazioni di notevole ampiezza. Gli introiti netti totali dalle partite invisibili, che nel 1963 erano discesi a \$85 milioni, nello scorso anno sono balzati a \$180 milioni, per effetto essenzialmente di più larghe entrate dalle lavorazioni in conto e dagli arbitraggi su merci. L'aumento si è verificato in gran parte nell'ultimo trimestre dell'anno, allorquando le esportazioni subirono un'espansione, in modo che al disavanzo commerciale di \$205 milioni, registrato nei primi nove mesi, seguì un avanzo di \$30 milioni. Grazie a questi sviluppi favorevoli, le partite correnti sono passate da un disavanzo di \$115 milioni nei primi tre trimestri del 1964 ad un avanzo di \$120 milioni nell'ultimo trimestre. Pertanto, nell'insieme dell'anno si è raggiunto l'equilibrio, a differenza del 1963 in cui si era registrato un disavanzo di \$85 milioni.

Lo scorso anno, pure il conto capitali ha presentato un miglioramento, in conseguenza di un aumento nell'afflusso netto di capitali privati da \$20 a 130 milioni. Ciò ha rispecchiato una riduzione da \$85 a 20 milioni nel deflusso per transazioni su titoli e un incremento negli introiti netti da investimenti diretti e altre transazioni private. I prestiti netti contratti all'estero da parte di imprese pubbliche e di istituti di credito statali sono aumentati, mentre sono alquanto diminuiti quelli da parte dello stato e di autorità pubbliche. Nel complesso, l'afflusso netto di capitali è salito da \$75 milioni nel 1963 a \$200 milioni nello scorso anno. Poichè, peraltro, nel 1964 l'afflusso di capitali dovuto a variazioni nella posizione netta delle banche è risultato minore che nel 1963, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti, calcolato sulla base delle variazioni delle riserve ufficiali, è ammontato a \$250 milioni, cioè solo a \$30 milioni in più rispetto al 1963.

*Austria.* Il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è sceso da \$145 milioni nel 1963 a \$80 milioni lo scorso anno. Gli introiti netti derivanti dalle partite correnti sono aumentati di \$40 milioni, ma l'afflusso netto di capitali, che comprende errori ed omissioni, è diminuito di circa \$100 milioni.

Le importazioni hanno subito un'espansione dell'11% in seguito alla sostenuta domanda all'interno del paese, nonchè alle riduzioni tariffarie e

alle misure di liberazione degli scambi. Nel 1964, le esportazioni sono cresciute del 9% (contro il 5% dell'anno precedente) a causa di una domanda più vivace di materie prime e prodotti semilavorati. Anche le esportazioni di manufatti hanno continuato ad espandersi rapidamente. Il disavanzo commerciale, la maggior parte del quale è stato accumulato nei confronti dei paesi CEE, è conseguentemente passato da \$340 a 415 milioni. Gli esportatori austriaci stanno incontrando crescenti difficoltà per mantenere la loro posizione su questi mercati.

Gli introiti netti dai servizi, che per oltre il 90% provengono dal turismo, sono aumentati da \$345 a 420 milioni e quelli derivanti da trasferimenti unilaterali da \$15 a 55 milioni. Quest'ultimo incremento rispecchia soprattutto un cospicuo pagamento effettuato dal governo tedesco e la cessazione, avvenuta nel 1963, delle forniture all'URSS in base al Trattato di stato.

Nello scorso anno, l'afflusso netto di capitali a lungo termine ha subito una flessione da \$100 a 20 milioni; questo movimento è dovuto alle misure di liberazione degli scambi adottate nel 1963, poichè i prestiti concessi all'estero sono cresciuti notevolmente, mentre gli investimenti netti esteri in Austria si sono ridotti.

*Svizzera.* Per il quarto anno consecutivo, la Svizzera ha registrato un aumento del disavanzo delle partite correnti, dovuto al fatto che il disavanzo commerciale è cresciuto in misura maggiore degli introiti nel settore dei servizi.

Nel 1964, l'espansione degli scambi è accelerata, in conseguenza della forte domanda sul mercato sia interno che estero. Le importazioni hanno subito un incremento dell'11% e le esportazioni del 10%, in confronto dell'8 e 9% rispettivamente nel 1963, e il disavanzo commerciale è salito da \$820 a 945 milioni. Nel primo trimestre del 1965, quest'ultimo, calcolato su base annuale, è diminuito a \$865 milioni. Negli ultimi due anni, si calcola che gli introiti netti dai servizi siano stati all'incirca uguali, e cioè di \$460 e 485 milioni rispettivamente, poichè nel 1964 i maggiori proventi dal turismo e dagli investimenti sono stati più o meno compensati da più cospicue rimesse da parte dei lavoratori stranieri.

Nello scorso anno, l'afflusso netto di capitali, calcolato come differenza fra le variazioni delle riserve ufficiali e il saldo delle partite correnti, è ammontato all'incirca a \$500 milioni contro \$560 milioni nel 1963. Esso si è concentrato nel secondo e quarto trimestre dell'anno. Mentre all'inizio dell'estate la tensione sul mercato monetario ha indotto le banche a rimpatriare attività dall'estero per incrementare la propria liquidità, alla fine dell'anno l'afflusso di capitali è stato determinato principalmente dalla crisi della sterlina e dalle normali operazioni effettuate dalle banche a fine dicembre.

*Paesi scandinavi.* Nel 1964, il disavanzo cumulativo delle partite correnti dei tre paesi scandinavi è stato grosso modo uguale a quello del

1963, poichè nello scorso anno un miglioramento nelle partite correnti della Norvegia ha compensato il balzo delle importazioni in Danimarca.

Negli anni recenti, le partite correnti della Danimarca hanno subito oscillazioni. Nel 1962 una notevole intensificazione della domanda interna fece salire il disavanzo a \$190 milioni. Nel 1963 fu possibile conseguire un avanzo di \$50 milioni grazie all'applicazione di misure restrittive. Nell'anno scorso, in conseguenza di una rinnovata espansione della domanda, il saldo ha oscillato in senso opposto, segnando un disavanzo di \$55 milioni. Le esportazioni hanno registrato un ulteriore forte aumento (del 10% contro il 14% nel 1963), ma le importazioni, che erano rimaste stabili nel 1963, sono cresciute del 17%, provocando un aumento del disavanzo commerciale da \$65 a 215 milioni. Circa un terzo dell'aumento delle importazioni è da ascrivere a macchinari e mezzi di trasporto e un altro terzo, grosso modo, a manufatti destinati alla produzione. Gli acquisti da parte dei paesi EFTA e CEE hanno subito un'espansione quasi uguale, cioè del 30%. Circa la metà dell'aumento degli introiti netti dai servizi, da \$115 a 160 milioni, è da attribuire ai noli.

L'afflusso netto di capitali, la maggior parte dei quali a lungo termine, è passato da \$170 milioni nel 1963 a \$225 milioni nello scorso anno. Nei primi mesi del 1964, le autorità e le società telefoniche ed elettriche hanno contratto cospicui prestiti all'estero, profittando dei saggi d'interesse più bassi e dell'incoraggiamento dato dal governo che desiderava veder rafforzata la posizione valutaria. Il governo, tenuto conto che quest'ultimo scopo nel corso della primavera era stato raggiunto e che le banche avevano conseguito una maggiore liquidità, decise di far cessare, a far data dai primi di giugno, ogni operazione di prestito da parte delle autorità pubbliche e delle società concessionarie. Nel complesso, nel 1964 l'afflusso netto di tali prestiti è ammontato a \$145 milioni, cioè a poco più che nell'anno precedente.

Nel 1964 il saldo attivo della bilancia dei pagamenti della Norvegia è risultato di \$40 milioni, contro \$50 milioni nell'anno precedente. Il disavanzo delle partite correnti si è ridotto da \$195 a 80 milioni, principalmente come risultato di ragioni di scambio più favorevoli, di una diminuzione nelle importazioni di navi e di un aumento negli introiti da noli.

Le esportazioni di beni, escluse le navi, sono aumentate del 19% e le importazioni del 13%, e cioè due volte più rapidamente che nell'anno precedente. La domanda di merci norvegesi rispecchia la costituzione di scorte all'estero, particolarmente nel Regno Unito. Per la prima volta da molti anni, i prezzi all'esportazione sono aumentati, in ragione del 3%, in confronto di un incremento dei prezzi all'importazione dell'1%. Il disavanzo commerciale è stato all'incirca uguale nello scorso anno e nell'anno precedente, e cioè di \$500 milioni. Le importazioni nette di navi sono diminuite da \$250 milioni nel 1963 a \$190 milioni, con la conseguente riduzione del disavanzo commerciale da \$750 a 700 milioni.

Nello scorso anno, i prestiti e i crediti connessi alla costruzione e all'importazione di navi, che erano ammontati a \$155 milioni nel 1963, sono discesi a \$50 milioni. In seguito anche a una modesta espansione nelle operazioni di prestito da parte delle autorità e in altri prestiti e crediti, l'afflusso netto di capitali si è ridotto da \$225 a 135 milioni.

Durante gli ultimi due anni, le partite correnti della Svezia hanno registrato un modesto disavanzo annuale di circa \$30 milioni. Nel 1964, le esportazioni sono aumentate del 15%, cioè poco più delle importazioni, e il disavanzo commerciale si è ridotto da \$190 a 180 milioni. Si è tuttavia verificato un modesto declino negli introiti netti percepiti dalle partite invisibili, che ha in parte compensato il miglioramento della bilancia commerciale.

Lo scorso anno, la tensione che ha prevalso sul mercato interno del credito è stata controbilanciata dall'ampio ricorso all'indebitamento verso l'estero e anche da termini di pagamento più favorevoli. Mentre nel 1963 i crediti netti concessi a residenti esteri dal settore privato erano ammontati a \$50 milioni, nel 1964 si è verificato un indebitamento netto di \$90 milioni. Al deflusso netto di capitali per \$60 milioni occorso nel 1963, è seguito un afflusso netto quasi uguale nello scorso anno. Inoltre, l'afflusso di fondi da transazioni non registrate è salito da \$45 a 160 milioni. In conseguenza, la posizione della bilancia dei pagamenti è passata da un saldo passivo di \$45 milioni ad un saldo attivo di \$200 milioni.

*Giappone.* Dopo aver presentato nel 1963 un grave deterioramento, nello scorso anno le partite correnti hanno subito un miglioramento, grazie ai favorevoli risultati della bilancia commerciale. Essendosi, però, l'afflusso netto di capitali ridotto e il disavanzo delle transazioni non registrate ampliato, la bilancia dei pagamenti è passata da una posizione attiva di \$35 milioni ad una posizione passiva di \$80 milioni.

Per quanto riguarda la bilancia commerciale, mentre, nel 1963, in dipendenza del vigoroso sviluppo dell'economia interna, le importazioni erano aumentate quasi due volte più rapidamente delle esportazioni, nel 1964 si è avuto il fenomeno opposto. Le restrizioni monetarie in vigore durante tutto l'anno hanno fatto rallentare il saggio di aumento delle importazioni dal 22 al 16%, e contemporaneamente la vivace domanda dall'estero ha fatto salire quello delle esportazioni dal 12 al 23%. Poichè il divario fra i due saggi di espansione si è accentuato nella seconda metà dell'anno, la bilancia commerciale si è spostata da un disavanzo di circa \$400 milioni nel primo semestre ad un avanzo pari quasi a \$500 milioni nel secondo semestre.

Per l'anno intero, il miglioramento della bilancia commerciale di \$300 milioni è stato in parte annullato da un aumento di \$100 milioni nelle spese nette per partite invisibili. Il disavanzo delle partite correnti si è ridotto, in conseguenza, da \$575 a 360 milioni.

Nel 1964, l'indebitamento netto a lungo e a breve termine verso l'estero è diminuito, in entrambi i casi, di \$90 milioni. Il declino nell'afflusso netto

Giappone: Bilancia dei pagamenti.<sup>1</sup>

| Voci   | 1963  | 1964  | 1964        |             |
|--|-------|-------|-------------|-------------|
|  |       |       | 1° semestre | 2° semestre |
| milioni di dollari S.U.  |       |       |             |             |
| <b>Transazioni commerciali</b>   |       |       |             |             |
| Importazioni . . . . .   | 5.565 | 6.480 | 3.280       | 3.200       |
| Esportazioni . . . . .   | 5.365 | 6.560 | 2.865       | 3.695       |
| Saldo . . . . .  | - 210 | + 100 | - 395       | + 495       |
| <b>Servizi</b>   |       |       |             |             |
| Noll. . . . .  | - 235 | - 230 | - 110       | - 120       |
| Tasse, diritti, interessi e dividendi . . . . .                                | - 285 | - 330 | - 155       | - 175       |
| Altri servizi <sup>2</sup> . . . . .   | + 155 | + 100 | + 50        | + 50        |
| Totale . . . . .   | - 365 | - 460 | - 215       | - 245       |
| Saldo delle partite correnti . . . . .   | - 575 | - 360 | - 610       | + 250       |
| Conto capitali a lungo termine . . . . .                                       | + 470 | + 380 | + 195       | + 185       |
| Saldo delle partite correnti e del<br>conto capitali a lungo termine . . . . . | - 105 | + 20  | - 415       | + 435       |
| Conto capitali a breve . . . . .   | + 195 | + 95  | + 425       | - 330       |
| Errori e omissioni . . . . .   | - 45  | - 195 | - 130       | - 65        |
| Totale complessivo (= variazioni nelle<br>partite monetarie) . . . . .         | + 35  | - 80  | - 120       | + 40        |

<sup>1</sup> Sulla base dei conti di cassa. <sup>2</sup> Compresi introiti da spese militari estere in Giappone.

di capitali a lungo termine è stato determinato da più cospicui rimborsi e nuovi investimenti effettuati all'estero dal Giappone, mentre la contrazione nell'afflusso di capitali a breve, principalmente crediti commerciali, è da porsi in connessione con il rallentamento delle importazioni.

**Politica commerciale.**

Un passo ulteriore verso una più stretta integrazione economica fra i paesi CEE è stato compiuto il 15 dicembre 1964, mediante l'introduzione di prezzi uniformi per i cereali fissati dal Consiglio ministeriale e che andranno in vigore il 1° luglio 1967. A partire da tale data, una politica comune di prezzi nel campo dell'agricoltura avrà la precedenza sulle politiche nazionali. Altri due progressi in questo settore sono rappresentati dall'entrata in vigore del regolamento per il mercato del riso nel settembre 1964 e di quelli per i mercati nel settore del latte e prodotti lattiero-caseari, nonché nel settore delle carni bovine, nel novembre dello stesso anno. Tuttavia, non è stata ancora definitivamente regolata l'importantissima questione del finanziamento della politica agricola attraverso il Fondo europeo di orientamento e di garanzia.

Il 1° gennaio 1965, le tariffe doganali all'interno della Comunità sono state ribassate di un ulteriore 10%, portando così le tariffe per i prodotti industriali ad un 30% del loro livello originario. E' il caso di ricordare che i paesi che hanno accordi di associazione con la CEE usufruiscono di tali riduzioni senza dover prestare alcuna contropartita.

Per quanto riguarda la tariffa esterna comune, i dazi sugli oli minerali e loro prodotti, che figurano sull'elenco "G" del Trattato di Roma e che avrebbero dovuto essere fissati mediante negoziato, sono stati approvati dal Consiglio nel maggio 1964, sicchè le voci della tariffa sono completate.

Il 1° ottobre 1964, la Commissione ha indirizzato al Consiglio e ai governi dei paesi membri un memorandum intitolato "Iniziativa 1964", che delinea un programma di misure nel campo commerciale, monetario e sociale che, secondo la Commissione, dovrebbero accelerare il conseguimento dell'unione politica. Pertanto, la tariffa esterna comune dovrebbe entrare in vigore il 1° gennaio 1966, mentre tutte le barriere interne dovrebbero venire abolite alla fine di detto anno. Inoltre, tutti gli ostacoli indiretti al movimento dei beni all'interno della Comunità, e in particolare i controlli alle frontiere interne, dovrebbero essere eliminati a far data dal 1° gennaio 1970.

Per quanto concerne le relazioni della Comunità con il resto del mondo, gli accordi di associazione fra la CEE da un lato e le Antille olandesi e la Turchia dall'altro sono entrati in vigore rispettivamente il 1° ottobre e il 1° dicembre, mentre sono stati stipulati accordi commerciali con Israele nel giugno 1964 e con il Libano nel maggio 1965.

Infine, è da menzionare che nel marzo 1965 il Consiglio ha approvato la fusione, che avrà effetto dal 1° gennaio 1966, dei tre esecutivi della CEE, dell'Euratom e della Comunità europea del carbone e dell'acciaio.

Sin dall'ottobre scorso, la coesione dell'EFTA è stata messa a dura prova in conseguenza del dazio supplementare temporaneo del 15% sulle importazioni, introdotto dal Regno Unito allo scopo di riequilibrare la propria bilancia dei pagamenti. Il Consiglio dell'EFTA ha effettuato un rigoroso e approfondito esame di questa misura, e, nella sua riunione del febbraio 1965, il rappresentante del Regno Unito ha comunicato che il dazio supplementare sarebbe stato ridotto del 10% a partire dal 26 aprile. Nonostante questo temporaneo insuccesso, il 31 dicembre 1964 i paesi EFTA hanno ridotto reciprocamente le loro tariffe sui prodotti industriali del 10%, mantenendo così il parallelismo con la CEE. Un'ulteriore riduzione del 10% dovrà aver luogo alla fine del 1965, mentre il rimanente 20% verrà eliminato alla fine del 1966.

Nel quadro del GATT, i cosiddetti negoziati Kennedy, che hanno avuto inizio nel maggio 1964, sono continuati. Essi mirano principalmente a conseguire una diminuzione tariffaria lineare del 50% sulle importazioni. Per altro, si prevede che i paesi in via di sviluppo non offriranno condizioni di reciprocità ai paesi sviluppati. Per quanto riguarda questi ultimi, è stato concordato che, date le disparità esistenti nella struttura e nel livello di alcune tariffe, le eccezioni alla regola del 50% saranno ammesse in numero limitato, quando esse siano giustificate da importanti interessi nazionali. Alla data stabilita del 16 novembre 1964, Comunità economica europea, Finlandia, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti hanno depositato le rispettive liste di eccezioni e in dicembre ha avuto inizio l'esame comparativo di esse.

Nel maggio 1965, i principali paesi partecipanti alle discussioni in tema di agricoltura, che sono i maggiori paesi produttori, e cioè paesi CEE, Giappone e Regno Unito, hanno comunicato le loro proposte sull'organizzazione del mercato internazionale dei cereali, aprendo in tal modo la via ai negoziati.

Nel maggio 1963, le parti contraenti avevano adottato un programma di azione per promuovere le esportazioni dei paesi in via di sviluppo e, da allora, un certo numero di paesi ha provveduto a ridurre o abolire i dazi sulle importazioni di prodotti tropicali, in particolare il tè.

Per fornire un aiuto più effettivo ai paesi in via di sviluppo, nel novembre dello scorso anno le parti contraenti del GATT (che attualmente sono settantasei paesi, oltre a sei che hanno aderito provvisoriamente) hanno approvato il testo di un nuovo capitolo da inserirsi nell'Accordo Generale, cioè la Parte IV sul commercio e lo sviluppo. Questa Parte IV vincola legalmente i paesi sviluppati che sono parti contraenti a prendere, individualmente oppure congiuntamente, certe misure intese a promuovere le esportazioni dei paesi in via di sviluppo. In attesa delle ratificazioni, essa è entrata provvisoriamente in vigore l'8 febbraio 1965.

La Conferenza delle Nazioni Unite per il commercio e lo sviluppo, svoltasi fra il marzo e il giugno 1964, si è pure occupata dei problemi dei paesi in via di sviluppo. Essa ha deciso che venga costituito un Consiglio per il commercio e lo sviluppo a carattere permanente, che il 30 dicembre 1964 è stato formalmente approvato dall'Assemblea generale delle Nazioni Unite. Tale Consiglio è un organo delle Nazioni Unite e comprende rappresentanti di cinquantacinque stati, fra i quali trentadue paesi in via di sviluppo, sedici paesi industriali e sette paesi a economia pianificata. In occasione della sua prima sessione nell'aprile-maggio 1965, esso ha deciso di costituire il proprio segretariato con sede a Ginevra.

### III. ORO, RISERVE MONETARIE E TASSI DI CAMBIO.

Nel 1964, la liquidità internazionale ha registrato un ulteriore e cospicuo incremento. Mentre l'offerta di oro di nuova produzione è stata di \$1,9 miliardi, le riserve auree mondiali sono cresciute di \$0,7 miliardi, raggiungendo il livello di \$43 miliardi. La principale caratteristica dell'anno è tuttavia rappresentata dall'imponente espansione negli averi ufficiali e privati in divise estere. Gli averi dell'estero in dollari hanno registrato un aumento di \$2,5 miliardi, a \$31,2 miliardi e i saldi in sterline di \$1,4 miliardi, a \$14,4 miliardi. La maggior parte dell'incremento negli averi in dollari è affluita alle banche commerciali e ad altri detentori privati, mentre l'aumento dei saldi in sterline è da ascrivere per intero ai crediti concessi al Regno Unito da F.M.I. e banche centrali.

Escluse le istituzioni internazionali, l'espansione verificatasi nella liquidità internazionale nel 1964 è stata di \$3,5 miliardi, cioè all'incirca uguale a quella del 1963. Di questo importo, \$3 miliardi sono affluiti a paesi dell'Europa continentale e precisamente \$1,2 miliardi in oro, \$1 miliardi in dollari e \$0,7 miliardi in posizioni nel F.M.I. e derivanti dagli Accordi Generali di Prestito (A.G.P.). Le attività liquide internazionali del Regno Unito hanno subito una flessione di \$0,9 miliardi e quelle degli Stati Uniti soltanto di \$0,2 miliardi. Nel 1964, le attività di altri paesi sono cresciute di \$1,6 miliardi; metà di questo importo è andato ai paesi in via di sviluppo.

Nel 1964, i prelievi lordi dal F.M.I. hanno totalizzato \$2 miliardi, importo superato soltanto da quello di \$2,4 miliardi registrato nel 1961. Il Regno Unito e gli Stati Uniti sono i paesi che hanno effettuato i più cospicui prelievi con, rispettivamente, \$1 e 0,5 miliardi. Nel maggio 1965, il Regno Unito ha prelevato un ulteriore ammontare di \$1,4 miliardi. All'assemblea generale del Fondo, tenutasi nel 1964, è stato convenuto di aumentare tutte le quote; l'incremento è stato successivamente stabilito nel 25% ed è ora in corso di esecuzione.

Durante la prima metà del 1964 la situazione sui mercati dell'oro e dei cambi è stata piuttosto tranquilla. Nell'ultimo trimestre, tuttavia, la crisi della sterlina, accompagnata da una rinnovata debolezza del dollaro, ha sottoposto il mercato dell'oro di Londra ad una crescente pressione, mentre per difendere la sterlina le autorità hanno dovuto effettuare cospicui interventi sia sul mercato a pronti che su quello a termine. Le preoccupazioni provocate dalla crisi, rafforzate dalle proposte circa un ritorno alla base aurea, hanno fatto aumentare ancora di più la domanda sul mercato dell'oro per la maggior parte del primo trimestre del 1965.

Per quanto riguarda la liquidità internazionale, nel primo trimestre del 1965 la situazione è completamente mutata. Le riserve auree ufficiali dei

paesi hanno forse registrato una lieve flessione. I loro averi in dollari a breve sono diminuiti di \$0,6 miliardi e quelli in sterline di \$0,1 miliardo. Sembra, quindi, che la loro liquidità internazionale si sia ridotta di quasi \$1 miliardo. Parte di questo movimento è da imputare al livello della domanda di oro non monetario; il maggior elemento che vi ha contribuito è peraltro costituito dalle conversioni di dollari in oro presso il Tesoro americano.

#### Produzione aurifera e situazione sui mercati dell'oro.

Si stima che, nel 1964, la produzione aurifera mondiale (esclusa quella dell'URSS, di altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) sia ammontata a poco più di 40 milioni di once, cioè a \$1,4 miliardi sulla base della parità ufficiale del dollaro. L'incremento della produzione è stato circa di 1,5 milioni di once, praticamente uguale a quello del 1963. Nel 1964, l'incremento è stato del 3,9% contro il 4,3% nel 1963 e il 6,6% nel 1962.

Dato che, nel resto nel mondo, la produzione continua gradualmente a contrarsi, l'aumento registrato lo scorso anno è ancora una volta da attribuire interamente ad un'ulteriore espansione della produzione sudafricana, di 1,7 milioni di once, ossia del 6,2%. Per il secondo anno consecutivo, anche l'espansione nella produzione aurifera del Sud Africa è stata, tanto in termini assoluti che relativi, inferiore a quella dell'anno precedente; l'aumento del 1963 è stato di 1,9 milioni di once ossia del 7,6%, mentre i dati corrispondenti per il 1962 furono 2,6 milioni di once e l'11,2%.

#### Produzione mondiale di oro.

| Paesi produttori   | 1929                              | 1940   | 1946   | 1953   | 1961   | 1962   | 1963   | 1964   |
|--|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|  | peso, in migliaia di once di fino |        |        |        |        |        |        |        |
| Sud Africa . . . . .   | 10.412                            | 14.046 | 11.927 | 11.941 | 22.946 | 25.506 | 27.432 | 29.137 |
| Canada . . . . .   | 1.928                             | 5.333  | 2.849  | 4.056  | 4.474  | 4.156  | 3.972  | 3.799  |
| Stati Uniti . . . . .  | 2.059                             | 4.870  | 1.575  | 1.958  | 1.548  | 1.543  | 1.427  | 1.410  |
| Australia . . . . .  | 427                               | 1.644  | 824    | 1.075  | 1.076  | 1.069  | 1.024  | 966    |
| Ghana . . . . .  | 208                               | 886    | 586    | 731    | 834    | 888    | 921    | 863    |
| Rhodesia del Sud. . . . .  | 561                               | 826    | 545    | 501    | 570    | 555    | 566    | 575    |
| Giappone . . . . .   | 335                               | 867    | 40     | 258    | 379    | 421    | 433    | 460    |
| Filippine . . . . .  | 163                               | 1.121  | 1      | 481    | 424    | 423    | 376    | 425    |
| Colombia . . . . .   | 137                               | 632    | 437    | 437    | 401    | 397    | 325    | 350    |
| Messico . . . . .  | 655                               | 883    | 421    | 474    | 269    | 237    | 238    | 212    |
| Totale . . . . .   | 16.885                            | 31.108 | 19.205 | 21.912 | 32.921 | 35.197 | 36.714 | 38.197 |
| Altri paesi <sup>1</sup> . . . . .   | 1.715                             | 5.892  | 2.495  | 2.188  | 1.779  | 1.803  | 1.886  | 1.903  |
| Produzione mondiale (stima) <sup>1</sup>   | 18.600                            | 37.000 | 21.700 | 24.100 | 34.700 | 37.000 | 38.600 | 40.100 |
| Stima della produzione<br>totale mondiale, a \$35<br>per oncia di fino . . . . . | milioni di dollari S.U.           |        |        |        |        |        |        |        |
|  | 650 <sup>2</sup>                  | 1.295  | 760    | 845    | 1.215  | 1.295  | 1.350  | 1.400  |

<sup>1</sup> Esclusi l'URSS, i paesi dell'Europa orientale, la Cina e la Corea del Nord. <sup>2</sup> Al prezzo ufficiale allora in vigore di \$20,67 per oncia di fino, il valore della produzione aurifera mondiale ammontava a \$385 milioni.

La quantità di minerale trattato nel Sud Africa ha superato dell'1,5% quella del 1963 con un numero di lavoratori lievemente inferiore e il rendimento in oro per tonnellata di minerale trattato è cresciuto del 4,75%, sicchè gli utili globali sono stati del 6,25% maggiori. Gli aumenti salariali hanno, grosso modo, compensato i migliori rendimenti in oro ottenuti, per cui la media degli utili per oncia di oro ricavato è rimasta praticamente invariata a \$16,30. Tanto nelle miniere vecchie che in quelle nuove la media dei profitti è diminuita rispettivamente del 3,5 e l'1%. Ma la quota delle miniere nuove sul totale dei profitti ha continuato ad aumentare.

Dal punto di vista dell'offerta totale di oro di nuova produzione, l'incremento realizzato nel 1964 nella produzione aurifera è stato più che compensato dalla riduzione nelle vendite russe rispetto al loro livello del 1963. Nel 1964, le offerte di oro russo possono essere stimate a circa \$450 milioni. Per lo stesso anno, l'offerta di oro di nuova produzione può quindi essere valutata, complessivamente, a \$1.850 milioni, importo che è inferiore a quello del 1963. Siccome la domanda privata di oro è stata alquanto più sostenuta che nel 1963, l'importo di oro disponibile per essere destinato alle riserve auree ufficiali è passato da \$840 a 725 milioni; quest'ultimo importo rappresenta poco meno del 40% dell'oro che, si ritiene, sia stato immesso sul mercato.

Fonti e uso dell'oro (stime).

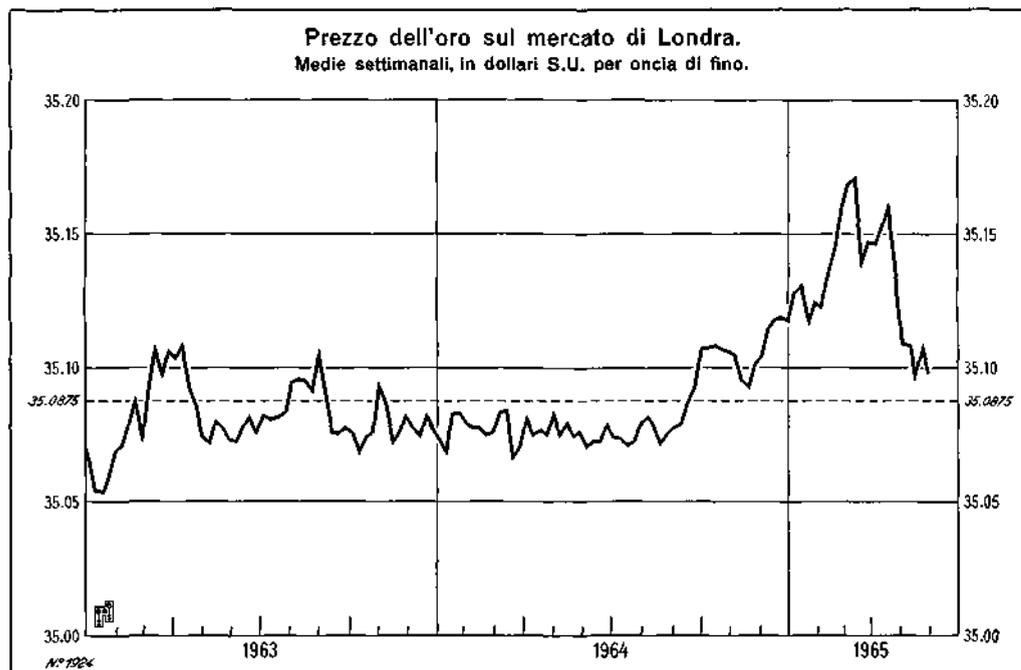
| Voci  | 1960                    | 1961         | 1962         | 1963         | 1964         |
|---|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|   | milioni di dollari S.U. |              |              |              |              |
| Produzione di oro <sup>1</sup> . . . . .                        | 1.175                   | 1.215        | 1.295        | 1.350        | 1.400        |
| Vendite dell'URSS . . . . .                                     | 200                     | 300          | 200          | 550          | 450          |
| <b>Totale . . . . .</b>   | <b>1.375</b>            | <b>1.515</b> | <b>1.495</b> | <b>1.900</b> | <b>1.850</b> |
| Aumento nelle riserve auree<br>ufficiali <sup>1</sup> . . . . . | 345                     | 600          | 330          | 840          | 725          |
| Altri usi <sup>2</sup> . . . . .                                | 1.030                   | 915          | 1.165        | 1.060        | 1.125        |

<sup>1</sup> Esclusi l'URSS, i paesi dell'Europa orientale, la Cina e la Corea del Nord. <sup>2</sup> Residui.

Nel periodo sotto rassegna, la domanda e l'offerta sul mercato dell'oro hanno presentato un andamento assai diverso. Nei primi otto mesi del 1964, la situazione del mercato è stata generalmente calma, con quotazioni che, al momento della "determinazione" sul mercato di Londra, hanno variato da \$35,06 a \$35,09 1/2 per oncia di fino. L'incremento, che le riserve ufficiali di oro hanno registrato per l'intero anno, si è praticamente verificato nei predetti mesi; difatti, nel secondo trimestre del 1964, le riserve auree, da sole, sono aumentate di \$520 milioni, essendosi le vendite russe di metallo concentrate nel periodo che va da metà marzo alla fine di aprile.

Le cospicue quantità di oro che, nei primi otto mesi del 1964, sono affluite alle riserve, sono state accompagnate da una sostenuta domanda privata di metallo. Successivamente l'approssimarsi delle elezioni negli Stati Uniti e nel Regno Unito, nonchè gli avvenimenti politici in Russia hanno fatto aumentare la domanda di oro e, in ottobre, al momento della "determinazione", il prezzo sul mercato di Londra ha superato il livello di \$35,11.

Sebbene, in novembre, le quotazioni siano scese di alquanto, la domanda privata ha continuato ad assorbire praticamente tutta l'offerta di oro di nuova produzione. In dicembre, i prezzi hanno riacquisito un tono più fermo, superando la quotazione di \$35,12 proprio alla fine dell'anno, nel momento, cioè, in cui il mercato dell'oro stava subendo gli effetti della crisi della sterlina e della simultanea debolezza del dollaro. Date queste circostanze, per la prima volta dalla crisi di Cuba dell'ottobre 1962, la domanda privata di oro ha superato l'offerta di metallo di nuova produzione.



Nel primo trimestre del 1965, il mercato dell'oro è stato sottoposto a continue pressioni. Sebbene, a quel tempo, la crisi della sterlina avesse ormai superato il suo punto più drammatico, non è stato facile sopire le preoccupazioni da essa suscitate. Altri due eventi hanno inoltre contribuito a mantenere la domanda di oro ad un livello eccezionalmente elevato. Il primo è stato l'annuncio, all'inizio di gennaio 1965, che le autorità francesi avevano deciso di convertire in oro dollari accumulati per saldi attivi registrati nella bilancia dei pagamenti in anni precedenti. Questa notizia ha causato l'8 gennaio un'ondata di acquisti per cui, al momento della "determinazione", il prezzo è salito quasi a \$35,15. Il Tesoro americano ha ribadito subito che intendeva mantenere invariato il prezzo dell'oro, e, a sostegno della propria dichiarazione, ha preso l'iniziativa di proporre l'abolizione della copertura aurea per i depositi del Sistema della Riserva federale. Il prezzo sul mercato è allora sceso a circa \$35,12. Il secondo evento è stato offerto dalle critiche cui è stato sottoposto il sistema a cambio aureo e dalle proposte di ripristinare la base aurea. Alla metà di febbraio, il prezzo, al momento della "determinazione", aveva di nuovo raggiunto il livello di

\$35,15 e, all'inizio di marzo, quando le perdite sopportate dalle riserve auree americane a partire dal principio dell'anno avevano raggiunto l'ammontare di \$500 milioni, esso è balzato a \$35,17 ½. Un mese dopo le quotazioni erano ancora superiori a \$35,15, ma a fine aprile erano scese a \$35,10, livello al quale sono rimaste anche durante il mese di maggio.

#### **Riserve auree e averi in valute.**

La seguente tabella riporta le riserve auree ufficiali dei paesi, i loro averi ufficiali e privati in valute nonché le posizioni nette nel F.M.I. e quelle derivanti dagli Accordi generali di prestito. Calcolate in questo modo, nel 1964 le loro attività liquide internazionali sono aumentate di \$3,4 miliardi, di cui \$2,5 miliardi in dollari e quasi tutta la rimanenza in oro. Le istituzioni internazionali, che non sono incluse nella tabella, non hanno praticamente registrato variazioni nei loro averi in oro e dollari; i loro saldi in sterline sono invece cresciuti di circa \$1 miliardo.

*Riserve auree.* Siccome, nel 1964, l'aumento delle riserve auree ufficiali di paesi (esclusi URSS, altri paesi dell'Europa orientale, Cina e Corea del Nord) e istituzioni internazionali è stato stimato a \$725 milioni, alla fine dell'anno esse hanno raggiunto il totale di \$43 miliardi. Come già in altri anni recenti, si è avuto un cospicuo incremento, per l'importo di \$1.144 milioni, nelle riserve auree dei paesi dell'Europa continentale; le riserve del Canada sono, inoltre, cresciute di \$209 milioni. D'altra parte, e in contrasto con l'andamento osservato in anni recenti, le riserve auree degli Stati Uniti hanno subito variazioni assai modeste, essendosi ridotte soltanto di \$125 milioni. Le riserve auree del Regno Unito sono diminuite di \$348 milioni e quelle del F.M.I., alle quali è stato necessario fare ricorso per l'importo di \$250 milioni in seguito al prelievo britannico effettuato nel dicembre 1964, hanno sofferto una perdita di \$133 milioni.

Tenuto conto dell'incremento che, nel 1964, le riserve auree hanno registrato nell'Europa continentale (che, in questo caso, comprende la BRI e il Fondo europeo), alla fine dell'anno esse hanno raggiunto il totale di \$18,3 miliardi. Alle riserve auree dei paesi dell'Europa continentale sono affluiti \$920 milioni: essi hanno effettuato acquisti netti di oro per \$706 milioni dal Tesoro americano e per un ulteriore importo di \$192 milioni dal F.M.I. Nel 1964, dei paesi inclusi nella tabella a pagina 136, otto hanno aumentato le proprie riserve. I due paesi che hanno realizzato i maggiori incrementi sono Francia, con \$554 milioni e Germania, con \$404 milioni.

Le riserve auree dell'Italia si sono invece ridotte di \$236 milioni e quelle della Svizzera di \$95 milioni. La perdita subita dall'Italia è dovuta ad una cessione di oro per un importo pari a \$200 milioni al Tesoro americano nel marzo 1964 e ad un versamento di \$58 milioni per la sottoscrizione in oro al F.M.I. nell'agosto 1964. La diminuzione nelle riserve auree della Svizzera rispecchia soprattutto il fatto che, alla fine del 1964, l'importo di oro detenuto dalla Banca nazionale, in base a impegni di

Liquidità internazionale dei paesi.

| Detentori  | Anni e fine d'anno | Oro                      | Dollari S.U. <sup>1</sup> | Sterline           | Altre valute <sup>2</sup> | Totale | Posizione netta F.M.I. più A.G.P. | Totale generale | Partita d'ordine <sup>3</sup> |
|--|--------------------|--------------------------|---------------------------|--------------------|---------------------------|--------|-----------------------------------|-----------------|-------------------------------|
|  |                    | miliardi di dollari S.U. |                           |                    |                           |        |                                   |                 |                               |
| Stati Uniti . . . . .                                | 1963, variazione   | - 0,5                    |                           | -                  | + 0,1                     | - 0,4  | - 0,0                             | - 0,4           |                               |
|  | 1964, variazione   | - 0,1                    |                           | + 0,2 <sup>4</sup> | - 0,1                     | + 0,0  | - 0,3                             | - 0,3           |                               |
|  | Fine 1964, totale  | 15,5                     |                           | 0,4 <sup>4</sup>   | 0,1                       | 16,0   | 0,6 <sup>5</sup>                  | 16,8            |                               |
| Regno Unito . . . . .                                | 1963, variazione   | - 0,1                    | - 0,1                     |                    |                           | - 0,2  | - 0,0                             | - 0,2           |                               |
|  | 1964, variazione   | - 0,3                    | + 0,5                     |                    |                           | + 0,2  | + 1,0                             | + 0,9           |                               |
|  | Fine 1964, totale  | 2,1                      | 2,3                       |                    |                           | 4,4    | - 0,5                             | 3,9             |                               |
| Paesi continentali dell'Europa occidentale . . . . . | 1963, variazione   | + 1,0                    | + 0,8                     | - 0,0              |                           | + 1,8  | + 0,1                             | + 1,9           | + 0,6                         |
|  | 1964, variazione   | + 1,1                    | + 1,0                     | + 0,1              |                           | + 2,2  | + 0,7                             | + 2,9           | + 0,4                         |
|  | Fine 1964, totale  | 18,3                     | 10,6                      | 1,9                |                           | 30,8   | 2,4                               | 33,3            | 1,0                           |
| Totale . . . . .                                     | 1963, variazione   | + 0,5                    | + 0,7                     | - 0,0              | + 0,1                     | + 1,2  | + 0,0                             | + 1,3           | + 0,6                         |
|  | 1964, variazione   | + 0,7                    | + 1,5                     | + 0,3              | - 0,1                     | + 2,4  | - 0,5                             | + 1,8           | + 0,4                         |
|  | Fine 1964, totale  | 36,0                     | 12,9                      | 2,3                | 0,1                       | 51,3   | 2,7                               | 54,0            | 1,0                           |
| Altri paesi . . . . .                                | 1963, variazione   | + 0,3                    | + 1,1                     | + 0,7              | + 0,0                     | + 2,1  | + 0,0                             | + 2,2           | + 0,1                         |
|  | 1964, variazione   | + 0,2                    | + 1,0                     | + 0,1              | - 0,1 <sup>6</sup>        | + 1,2  | + 0,4                             | + 1,6           | -                             |
|  | Fine 1964, totale  | 4,9                      | 12,4                      | 9,4                | 0,4 <sup>6</sup>          | 27,1   | 0,0                               | 27,1            | 1,0                           |
| Totale generale . . . . .                            | 1963, variazione   | + 0,7                    | + 1,8                     | + 0,7              | + 0,1                     | + 3,4  | + 0,1                             | + 3,4           | + 0,7                         |
|  | 1964, variazione   | + 0,9                    | + 2,5                     | + 0,4              | - 0,2                     | + 3,6  | - 0,2                             | + 3,4           | + 0,4                         |
|  | Fine 1964, totale  | 40,8                     | 25,4                      | 11,7               | 0,5                       | 78,4   | 2,7                               | 81,1            | 1,1                           |
| Totale generale, detentori ufficiali . . . . .       | 1963, variazione   | + 0,7                    | n.d.                      | + 0,3              | + 0,1                     | n.d.   | + 0,1                             | n.d.            | + 0,7                         |
|  | 1964, variazione   | + 0,9                    | + 0,7 <sup>6</sup>        | + 0,3              | - 0,2                     | + 1,7  | - 0,2                             | + 1,5           | + 0,4                         |
|  | Fine 1964, totale  | 40,8                     | 14,3 <sup>6</sup>         | 6,9                | 0,5                       | 62,6   | 2,7                               | 65,3            | 1,1                           |

<sup>1</sup> Averî esteri in dollari a breve e titoli negoziabili del governo S.U. con scadenza iniziale di piú di un anno. <sup>2</sup> Averî ufficiali degli Stati Uniti in valute convertibili, esclusi saldi in sterline, e saldi ufficiali in franchi dell'area del franco francese. <sup>3</sup> Titoli convertibili non negoziabili a medio termine del governo S.U., esclusi quelli emessi per il governo del Canada in relazione alle operazioni effettuate in conformit  del Trattato per il fiume Columbia. <sup>4</sup> Stime. <sup>5</sup> Escluso un importo negativo di \$800 milioni costituito dalle vendite di oro effettuate dal Fondo per acquistare titoli fruttiferi americani. <sup>6</sup> Questi dati sono stati ricavati da fonti S.U. Poich  alcuni saldi ufficiali esteri in dollari sono detenuti presso banche commerciali situate fuori degli Stati Uniti, essi sono riportati come appartenenti a tali banche.

riporto conclusi con la BRI, era a fine dicembre 1964 assai inferiore a quello dell'anno precedente. Se si confronta il gennaio 1965 con il gennaio 1964, gli averi in oro della Banca nazionale hanno effettivamente subito un incremento di \$153 milioni.

La differenza fra l'aumento di \$1.144 milioni nelle riserve auree dell'Europa continentale e quello di \$920 milioni negli averi in oro dei singoli paesi   quasi interamente dovuta ad una riduzione di \$229 milioni nella posizione negativa in oro a pronti della BRI. Questo andamento  , in ampia misura, il riflesso della minore entit  degli impegni di riporto in essere, alla fine del 1964, con la Banca nazionale svizzera e gi  menzionati pi  sopra; alla fine del 1963 avevano inoltre influito sulla posizione in oro a pronti della BRI i contratti stipulati in connessione con le vendite russe di oro.

Gli averi in oro degli Stati Uniti che, all'inizio del 1964, ammontavano a \$15.596 milioni, in complesso non hanno subito praticamente alcuna variazione nei primi dieci mesi dell'anno. Dopo una modesta riduzione in gennaio e febbraio, essi sono cresciuti di \$209 milioni nei due mesi successivi, quando la posizione del Consorzio dell'oro era fortemente attiva,

raggiungendo il totale di \$15.727 milioni. Nei mesi restanti hanno subito una riduzione di \$256 milioni, la maggior parte della quale si è verificata nell'ultimo trimestre; alla fine dell'anno, il totale ammontava a \$15.471 milioni.

Siccome, nel 1964, le vendite di oro per usi interni sono ammontate a \$89 milioni, le cessioni nette americane di oro a non residenti hanno totalizzato soltanto \$36 milioni. Le vendite lorde hanno raggiunto il livello di \$921 milioni; a questo importo la Francia ha contribuito con \$405 milioni e la Germania con \$225 milioni. Agli acquisti lordi per un totale di \$885 milioni, il Regno Unito ha partecipato per \$618 milioni e l'Italia per \$200 milioni. Negli acquisti di oro del Regno Unito sono compresi importi ripartiti dal Consorzio dell'oro.

Nel 1964, le riserve auree ufficiali del Regno Unito si sono ridotte di \$348 milioni. Nella prima metà dell'anno, quando le riserve, in complesso, stavano ancora crescendo, è stata registrata una modesta contrazione di \$45 milioni. La rimanenza è stata ceduta per attenuare la pressione che la crisi della sterlina ha esercitato negli ultimi quattro mesi dell'anno.

Gli averi in oro del Fondo monetario internazionale sono diminuiti di \$133 milioni e, alla fine del 1964, hanno raggiunto il livello di \$2.179 milioni. Il Fondo ha incassato nuove sottoscrizioni in oro per \$84 milioni ed un ulteriore importo di \$20 milioni per rimborsi in oro di prelievi effettuati precedentemente. Questi introiti, più i versamenti per interessi da parte di paesi membri, sono stati più che compensati dalle vendite, per \$250 milioni, effettuate a dieci paesi membri nel dicembre 1964.

Sebbene i dati completi non siano tuttora disponibili, sembra certo che, nel primo trimestre del 1965, il totale delle riserve auree ufficiali abbia subito una flessione. Le variazioni principali sono dovute ad una diminuzione di \$832 milioni nelle riserve auree degli Stati Uniti e ad un incremento di \$660 milioni nelle riserve auree dei paesi continentali dell'Europa, di cui \$468 milioni sono affluiti alla Francia. Gli averi in oro del Sud Africa inoltre si sono ridotti di \$76 milioni.

*Averi in valute.* Nel 1964, gli averi ufficiali e privati dei paesi in dollari e sterline sono cresciuti di \$2,9 miliardi; di questo importo, \$2,5 miliardi erano saldi in dollari. I saldi in sterline dei paesi che nei primi tre trimestri del 1964 avevano continuato ad aumentare i propri averi con lo stesso ritmo del 1963, si sono considerevolmente contratti verso la fine dell'anno, sicchè l'incremento per l'anno nel suo complesso è stato soltanto di \$0,4 miliardi. L'importo è quasi interamente costituito dai crediti in sterline che le banche centrali hanno accordato al Regno Unito sotto forma di impegni di riporto.

Nel 1964, l'incremento degli averi in dollari detenuti dai singoli paesi ha presentato due caratteristiche particolari. La prima è data dal fatto che gli averi privati hanno contribuito per tre quarti al totale dell'aumento e,

la seconda, che la posizione dei paesi in via di sviluppo ha realizzato un ulteriore notevole miglioramento. La tabella che segue riporta le variazioni che, nel 1964, si sono verificate nei saldi in dollari dell'estero, ripartiti per aree geografiche e per categorie di detentori.

Variazioni nei saldi in dollari detenuti da paesi nel 1964.

| Paese o area                              | Saldi ufficiali          | Saldi privati | Totale  |
|---|--------------------------|---------------|---------|
|   | milioni di dollari S. U. |               |         |
| Europa occidentale* . . . . .             | + 403                    | + 1.057       | + 1.460 |
| Canada . . . . .                          | — 181                    | + 191         | + 10    |
| Repubbliche dell'America latina . . . . . | + 180                    | + 147         | + 327   |
| Asia . . . . .                            | + 289                    | + 350         | + 639   |
| Africa . . . . .                          | + 6                      | + 7           | + 13    |
| Altri paesi . . . . .                     | + 2                      | + 57          | + 59    |
| Totale . . . . .                          | + 699                    | + 1.809       | + 2.508 |

\* Compresi la BRI e il Fondo europeo.

L'aumento dei saldi in dollari detenuti da privati si è verificato soprattutto nell'Europa occidentale. Questo fatto è soprattutto dovuto alla rinnovata espansione del mercato dell'eurodollaro. L'incremento nel deflusso di capitali a breve dagli Stati Uniti, che ha raggiunto il livello senza precedenti di \$2,2 miliardi, può sicuramente essere collegato a tale espansione, sebbene non sia stata la sua unica causa. Per esempio, i crediti a breve sull'estero dichiarati da banche negli Stati Uniti sono passati da \$6 a 7,7 miliardi. I crediti verso paesi asiatici sono cresciuti, da soli, di \$0,8 miliardi; il Giappone vi ha partecipato per l'80%.

Nel 1964, il totale dei saldi in dollari detenuti da America latina, Asia, Africa e dal gruppo "Altri paesi" ha registrato un aumento di \$1 miliardo. Escludendo il Giappone e l'Australia, che sono gli unici due paesi sviluppati in queste aree con cospicui averi in dollari, si può affermare che, nel 1964, i saldi dei paesi in via di sviluppo sono cresciuti di \$0,8 miliardi.

Per quanto riguarda gli averi in sterline detenuti da paesi esteri, si è notato un forte contrasto fra i primi nove mesi del 1964 e gli ultimi tre. Nel primo periodo citato, i saldi dei paesi appartenenti all'area della sterlina sono aumentati di \$0,6 miliardi e quelli dei paesi non appartenenti all'area della sterlina di \$0,3 miliardi. Nell'ultimo trimestre, i saldi dei paesi appartenenti all'area della sterlina si sono ridotti di \$400 milioni, mentre quelli dei paesi non appartenenti all'area della sterlina sono diminuiti di \$150 milioni. La contrazione nei saldi dei paesi appartenenti all'area della sterlina è da attribuire, in parte, ad un deterioramento della bilancia dei pagamenti di questi paesi e, in parte, ad una perdita di fiducia nella sterlina. Negli ultimi quattro mesi dell'anno le banche centrali dei paesi non appartenenti all'area della sterlina hanno acquistato sterline per un importo di \$310 milioni, in base ad accordi di sostegno ufficiali stipulati con la Banca d'Inghilterra. Nel quarto trimestre si è pertanto registrata una sensibile

riduzione nei saldi in altre categorie di sterline detenute fuori dell'area di questa moneta.

Considerando l'anno 1964 nel suo complesso, l'incremento dei saldi in sterline è quasi dovuto per intero all'effetto degli accordi ufficiali conclusi a sostegno della sterlina. Siccome, nel corso dell'anno, vi è stata anche una modesta espansione nei saldi in sterline detenuti dai paesi sviluppati appartenenti all'area di questa moneta (Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa), si può dire che, nel 1964, i paesi in via di sviluppo non hanno accresciuto i loro averi in sterline.

Nel 1964, le istituzioni internazionali non hanno praticamente registrato alcuna variazione negli averi in dollari. I saldi in dollari del F.M.I. sono cresciuti di \$266 milioni in seguito al mutamento verificatosi nella posizione netta degli Stati Uniti nel Fondo, mentre i saldi di altre istituzioni sono diminuiti di quasi il medesimo importo. L'aumento di \$1.019 milioni nei saldi in sterline delle istituzioni internazionali ha rispecchiato il prelievo che, in dicembre, il Regno Unito ha effettuato dal F.M.I.

#### Fondo monetario internazionale.

L'andamento delle bilance dei pagamenti illustra l'importanza della funzione che, nel 1964, il Fondo ha svolto come fonte internazionale di credito. Contemporaneamente, esso sottolinea la limitatezza delle risorse ordinarie di cui il Fondo dispone per far fronte alle richieste di prelievi da parte di entrambi i paesi a moneta di riserva. Il totale lordo dei prelievi ha raggiunto il livello di \$1.950 milioni; questo importo è stato superato soltanto da quello registrato nel 1961, che ammontò a \$2.478 milioni. Su un totale di prelievi netti per \$1.130 milioni, soltanto un importo di \$475 milioni è da ascrivere alle sottoscrizioni dei paesi membri e la rimanenza è stata raccolta attraverso vendite di oro da parte del Fondo e facendo ricorso agli Accordi generali di prestito.

Nel 1964, le operazioni del Fondo sono state dominate dai prelievi effettuati da tre paesi membri. Nel dicembre 1964, il Regno Unito ha pre-

Transazioni valutarie del Fondo nel 1964.

| Paese o area                  | Prelievi                | Riacquisti | Prelievi netti |
|-------------------------------|-------------------------|------------|----------------|
|                               | milioni di dollari S.U. |            |                |
| Stati Uniti . . . . .         | 525                     | 277        | 248            |
| Canada . . . . .              | —                       | 197        | — 197          |
| Regno Unito . . . . .         | 1.000                   | —          | 1.000          |
| Italia . . . . .              | 225                     | 66         | 159            |
| Altri paesi europei . . . . . | 19                      | 47         | — 28           |
| America latina . . . . .      | 63                      | 150        | — 87           |
| Altri paesi . . . . .         | 118                     | 83         | 35             |
| <b>Totale . . . . .</b>       | <b>1.950</b>            | <b>820</b> | <b>1.130</b>   |

levato \$1 miliardo, che è stato utilizzato per rimborsare l'assistenza a breve accordata da alcune banche centrali nei mesi precedenti. Gli Stati Uniti hanno ritirato, in cinque rate, un importo globale di \$525 milioni che sono stati utilizzati per vendere valute ad altri paesi membri del Fondo che desideravano rimborsare prelievi eseguiti precedentemente, allo scopo di non assoggettare a pressione le riserve auree degli Stati Uniti. I prelievi netti che gli Stati Uniti hanno effettuato presso il F.M.I. sono ammontati soltanto a \$248 milioni, dato che dollari per un valore di \$277 milioni sono stati "riacquistati" attraverso prelievi in dollari da parte di altri paesi membri.

Nel marzo 1964 l'Italia ha prelevato un importo di \$225 milioni. Di questo ammontare, soltanto \$68 milioni erano da rimborsare al Fondo, mentre il rimanente era costituito dagli importi netti di lire precedentemente prelevati da altri paesi membri. Il rimborso è stato completato nel settembre 1964, in parte mediante l'incremento della quota dell'Italia.

Il Canada ha terminato di rimborsare il prelievo di \$300 milioni effettuato nel 1962, mentre in altre parti del mondo, i riacquisti hanno superato i prelievi di \$80 milioni.

Nel 1964, la moneta che è stata maggiormente utilizzata nelle operazioni del Fondo è senza dubbio il DM; i prelievi lordi in questa valuta hanno totalizzato \$718 milioni e quelli netti \$454 milioni. Subito dopo vengono il dollaro S.U. e il franco francese, con prelievi netti, rispettivamente, di \$277 e 232 milioni. Si sono avuti pure prelievi netti per importi di \$50-100 milioni in dollari canadesi, fiorini olandesi, franchi belgi, pesetas e yen.

Nella tabella che segue è riportata l'evoluzione dal 1958 degli averi del Fondo nelle valute dei principali paesi membri. A prescindere dal Regno Unito e dagli Stati Uniti, a fine marzo 1965 gli importi disponibili, nelle valute dei paesi membri, ammontavano a \$1,7 miliardi. A questa data, gli

Averi del Fondo nelle valute di determinati paesi membri.

| Valute di             | 1958  | 1960 | 1962 | 1963 | 1964 | Consistenza<br>a fine marzo 1965 |
|-----------------------|---|------|------|------|------|----------------------------------|
|                       | dati di fine anno, in percento delle quote dei paesi membri |      |      |      |      | milioni di<br>dollari S.U.       |
| Austria . . . . .     | 75  | 75   | 65   | 50   | 3    | 3                                |
| Belgio . . . . .      | 75  | 75   | 61   | 59   | 49   | 161                              |
| Canada . . . . .      | 70  | 72   | 125  | 111  | 67   | 325                              |
| Francia . . . . .     | 150   | 74   | 44   | 43   | 34   | 245                              |
| Germania . . . . .    | 55  | 61   | 34   | 30   | 7    | 87                               |
| Giappone . . . . .    | 75  | 75   | 64   | 64   | 60   | 297                              |
| Italia . . . . .      | —   | 75   | 25   | 16   | 72   | 326                              |
| Paesi Bassi . . . . . | 75  | 71   | 51   | 51   | 45   | 184                              |
| Regno Unito . . . . . | 124   | 75   | 74   | 75   | 126  | 2.449                            |
| Spagna . . . . .      | —   | 118  | 75   | 64   | 29   | 39                               |
| Stati Uniti . . . . . | 29  | 62   | 74   | 75   | 81   | 3.424                            |
| Svezia . . . . .      | 75  | 75   | 68   | 65   | 52   | 78                               |

accordi, su base "stand-by", conclusi dal Fondo e non utilizzati raggiungevano il livello di \$0,5 miliardi.

Siccome il Regno Unito e gli Stati Uniti sono entrambi debitori verso il Fondo, la contropartita di tutti i prelievi effettuati dal Fondo e, al presente, non ancora liquidati, può essere trovata nelle posizioni creditorie nette dei paesi continentali dell'Europa, del Canada e del Giappone. Durante il 1964, il margine per ulteriori incrementi nelle posizioni creditorie di questi paesi, considerati come gruppo, si è abbastanza ristretto e, allo scopo di procurarsi la valuta necessaria per il prelievo di \$1 miliardo, compiuto dal Regno Unito in dicembre, il Fondo ha ritenuto opportuno integrare i propri averi nelle valute dei suddetti paesi membri, cedendo loro oro per un importo di \$250 milioni e facendo ricorso, per la prima volta, agli Accordi generali di prestito per l'ammontare di \$405 milioni. Difatti, tutti gli importi prelevati dal Regno Unito in marchi tedeschi, franchi francesi e fiorini olandesi sono stati ottenuti dal Fondo con le cessioni di oro e il ricorso agli Accordi generali di prestito.

Nel primo trimestre del 1965 i prelievi netti dal Fondo hanno totalizzato \$100 milioni. In maggio il Regno Unito ha prelevato un ulteriore importo di \$1,4 miliardi. Di questo importo, i \$400 milioni in valuta necessari per consentire il prelievo sono stati raccolti dal Fondo attraverso vendite di oro a paesi membri e \$525 milioni sono stati ottenuti facendo per la seconda volta ricorso agli Accordi generali di prestito.

In seguito a quanto è stato dichiarato sull'argomento nel rapporto del Gruppo dei Dieci, pubblicato nell'agosto 1964, all'assemblea generale del F.M.I. dello stesso anno si è convenuto di aumentare le quote dei paesi aderenti al Fondo. L'entità dell'incremento è stata, conseguentemente, stabilita dal Consiglio di amministrazione del Fondo nel 25%; per sedici paesi membri sono stati approvati aumenti più cospicui. In questo modo, il totale di tutte le quote passerà da \$16 a 21 miliardi. Gli averi del Fondo nelle valute che, nel 1964, sono state utilizzate per effettuare prelievi (tutte quelle comprese nella tabella che precede, con l'eccezione di dollari S.U. e sterline) risulteranno aumentati di più di \$1 miliardo.

In conformità degli articoli dello statuto del Fondo, ciascun paese membro deve versare in oro il 25% dell'aumento della propria quota. Allo scopo di attenuare gli effetti di questo obbligo per i paesi che dispongono di riserve insufficienti, è stata introdotta una disposizione, in base alla quale essi potranno, se lo desiderano, ripartire il versamento della loro quota su un periodo massimo di cinque anni. Inoltre, ogni paese membro le cui riserve siano estremamente ridotte, ma ritenga opportuno che l'intero aumento della sua quota produca subito il suo effetto, potrà prelevare dal Fondo un importo pari fino all'equivalente della sua sottoscrizione in oro. Il Fondo ha anche preso alcune misure per attenuare gli effetti che gli acquisti di oro compiuti da altri paesi membri del Fondo, in connessione con i versamenti per la sottoscrizione in oro, potranno produrre sui due paesi a moneta di riserva.

### La posizione di liquidità internazionale degli Stati Uniti.

Nel 1964, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, calcolato su base convenzionale, è stato press'a poco dello stesso ordine di grandezza dell'anno precedente, cioè di \$3,1 miliardi contro \$3,3 miliardi. Nei movimenti monetari, i mezzi impiegati per la copertura di tale saldo sono stati, tuttavia, molto diversi. I finanziamenti ufficiali soprattutto sono stati assai minori, perchè i saldi privati in dollari sono aumentati sensibilmente.

Nel 1964, gli averi privati in dollari di non residenti sono cresciuti di \$1,5 miliardi. L'incremento è stato registrato quasi interamente nella seconda metà dell'anno e soprattutto negli averi in dollari delle banche commerciali estere. Esso ha coperto, complessivamente, metà del disavanzo accumulato nelle operazioni regolari. In parte, tale aumento deve essere il risultato della fuga dalla sterlina, che si è verificata negli ultimi quattro mesi del 1964. Ma, in gran parte, esso è dovuto all'incremento nel deflusso di capitali privati dagli Stati Uniti. Sembra, inoltre, che una frazione della rinnovata espansione del mercato dell'eurodollaro, avviatasi a partire dalla primavera del 1964, sia da attribuire a impieghi di fondi su questo mercato da società americane.

Se si detraggono dal disavanzo in conto operazioni regolari l'aumento dei saldi privati in dollari e i pagamenti esteri anticipati per vendite americane di natura militare, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti che, nel 1964, ha dovuto essere finanziato attraverso variazioni nelle attività e passività ufficiali è ammontato a \$1,3 miliardi contro \$2,3 miliardi nel 1963 e \$2,9 miliardi nel 1962.

#### Finanziamento del saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

| Voci   | 1963    | 1964    |             |              |              |
|--|---------|---------|-------------|--------------|--------------|
|  |         | Totale  | 1° semestre | 3° trimestre | 4° trimestre |
| milioni di dollari S.U.  |         |         |             |              |              |
| Saldo delle transazioni regolari . . . . .   | - 3.260 | - 3.055 | - 520       | - 1.010      | - 1.525      |
| meno:  |         |         |             |              |              |
| Pagamenti anticipati per vendite S.U. di natura militare . . . . .                 | 335     | 205     | 85          | - 30         | 150          |
| Variazioni nelle passività liquide verso non residenti privati . . . . .           | 595     | 1.520   | 345         | 555          | 620          |
| Saldo sulla base di regolamenti ufficiali . . . . .                                | - 2.330 | - 1.330 | - 90        | - 485        | - 755        |
| finanziato con:  |         |         |             |              |              |
| 1. Transazioni speciali del governo di cui:  | 985     | 460     | 145         | 230          | 85           |
| a) Introiti non previsti da prestiti governativi . . . . .                         | 325     | 120     | 85          | 30           | 5            |
| b) Vendite di titoli governativi non negoziabili . . . . .                         | 660     | 340     | 60          | 200          | 80           |
| 2. Variazioni nelle passività liquide verso non residenti ufficiali . . . . .      | 970     | 700     | - 305       | 185          | 620          |
| 3. Variazioni nelle attività incluse nelle riserve monetarie (aumento -) . . . . . | 380     | 170     | 250         | 70           | - 150        |
| di cui:  |         |         |             |              |              |
| a) «Tranche» in oro presso il F.M.I. . . . .                                       | 30      | 265     | 250         | 135          | - 120        |
| b) Averì in valute convertibili . . . . .  | - 110   | - 220   | 30          | - 45         | - 205        |
| c) Oro . . . . .   | 460     | 125     | - 30        | - 20         | 175          |

Le partite, la cui copertura ha richiesto finanziamenti ufficiali, possono essere suddivise in tre categorie. La prima comprende le transazioni speciali del governo. Nel 1964, queste sono ammontate a \$460 milioni, di cui \$120 milioni per introiti non previsti da prestiti governativi e \$340 milioni per le vendite nette di titoli americani non negoziabili. Ciò costituisce una diminuzione di oltre \$500 milioni rispetto al 1963 e rappresenta la massima variazione che, nei due anni, è stata registrata nei finanziamenti ufficiali.

La seconda categoria riguarda i saldi ufficiali esteri in dollari. Nel 1964, l'incremento di \$700 milioni è stato inferiore di quasi \$300 milioni a quello dell'anno precedente. Nel 1963, le autorità monetarie estere avevano tuttavia accresciuto di \$175 milioni i saldi in dollari detenuti in base a impegni di riporto conclusi con il Sistema della Riserva federale, mentre, nel 1964, tali saldi si sono ridotti di \$110 milioni. In entrambi gli anni, gli averi in dollari delle autorità monetarie estere sono, quindi, cresciuti di quasi esattamente lo stesso importo: \$795 milioni nel 1963 e \$810 milioni nel 1964.

La terza categoria di finanziamenti ufficiali si riferisce alle attività monetarie incluse nelle riserve e nelle quali ora è anche compresa la posizione della "tranche" in oro sottoscritta nel F.M.I. La contrazione nelle attività comprese nelle riserve è stata assai modesta, quale che sia il metodo impiegato per calcolarla e sia che la si confronti con il disavanzo di \$3,1 miliardi in conto transazioni regolari o con il disavanzo di \$1,3 miliardi in conto operazioni ufficiali. Se si considerano le riserve auree, da sole, la perdita è stata soltanto di \$125 milioni; esaminando invece, complessivamente, oro, valute convertibili e "tranche" in oro sottoscritta nel F.M.I., la riduzione è ammontata a \$170 milioni. Se poi si osservano separatamente le riserve primarie (oro e valute convertibili), si constata che, nel 1964, è stato realizzato un aumento di \$95 milioni.

Esaminando l'evoluzione occorsa durante il 1964, se ne può desumere che, nel primo semestre, il disavanzo delle transazioni regolari è ammontato soltanto a \$520 milioni; di questo importo, \$345 milioni sono stati coperti con l'incremento degli averi privati in dollari. In aggiunta, si sono avuti alcuni pagamenti anticipati per esportazioni di natura militare che hanno contribuito a ridurre i finanziamenti ufficiali ad un importo trascurabile. I fondi necessari alla copertura sono stati provveduti, in misura superiore al fabbisogno, dalle transazioni governative speciali. Ma, siccome, l'incremento nei saldi privati in dollari è stato accompagnato da una contrazione, dello stesso ordine di grandezza, negli averi ufficiali, le attività incluse nelle riserve americane sono diminuite di \$250 milioni.

Nel terzo trimestre, il saldo passivo da finanziare è ammontato a \$1.010 milioni. Tenuto conto dell'ulteriore cospicuo incremento nei saldi privati in dollari, circa la metà del predetto saldo ha dovuto essere finanziata mediante risorse ufficiali. Le transazioni governative speciali, composte quasi esclusivamente da vendite di titoli non negoziabili, hanno accumulato \$230 milioni

e i saldi ufficiali in dollari sono aumentati di \$185 milioni. La contrazione nelle attività incluse nelle riserve è stata, quindi, soltanto di \$70 milioni.

Nell'ultimo trimestre dell'anno, il disavanzo del conto transazioni regolari ha raggiunto il livello di \$1.525 milioni, il più elevato dal trimestre immediatamente successivo allo scoppio della guerra in Corea. Esso è stato quasi interamente coperto con un incremento di \$1.440 milioni negli averi esteri in dollari. Dalle statistiche si può rilevare che meno della metà di quest'ultimo importo è affluita a detentori privati e ciò, in parte, perchè in dicembre si verifica un trasferimento stagionale di dollari dai sistemi bancari di taluni paesi verso le rispettive banche centrali.

Il cospicuo saldo passivo registrato in questo trimestre è stato accompagnato da un aumento di \$150 milioni nelle attività incluse nelle riserve monetarie. Vero è che le riserve auree si sono ridotte di \$175 milioni, ma la posizione della "tranche" in oro sottoscritta nel F.M.I. è migliorata per un importo di \$120 milioni e gli averi in valute convertibili sono cresciuti di \$205 milioni. Nell'ultimo trimestre tutte e tre le categorie di attività incluse nelle riserve monetarie hanno subito le ripercussioni della crisi della sterlina. In primo luogo, il Regno Unito ha effettuato vendite nette di oro, per \$125 milioni, al Tesoro americano; secondariamente, gli Stati Uniti hanno concesso un prestito di \$200 milioni al Regno Unito attraverso il F.M.I. e, in terzo luogo, gli averi ufficiali degli Stati Uniti in valute convertibili sono cresciuti di \$165 milioni in seguito ai prelievi eseguiti dalla Banca d'Inghilterra dall'impegno di riporto da essa concluso con il Sistema della Riserva federale.

Nel primo trimestre del 1965 si sono avuti imponenti movimenti monetari dovuti ad acquisti esteri di oro presso il Tesoro americano. Le riserve auree hanno subito una flessione di \$832 milioni e gli averi ufficiali esteri in dollari (esclusi quelli del F.M.I.) si sono ridotti di \$951 milioni. I saldi esteri non ufficiali in dollari a breve detenuti da privati sono invece saliti di \$349 milioni. In marzo, dopo che un intero mese era trascorso dall'introduzione dei nuovi controlli sulle esportazioni di capitali americani, i saldi esteri in dollari a breve dichiarati da banche americane erano diminuiti di \$680 milioni; ciò in confronto con una riduzione di \$354 milioni nelle riserve auree registrata nello stesso mese.

Nel 1964, la rete di impegni di riporto del Sistema della Riserva federale non è più stata utilizzata prevalentemente su iniziativa degli Stati Uniti. Difatti, i prelievi effettuati da altri paesi sono ammontati a \$870 milioni, mentre quelli degli Stati Uniti sono stati di \$450 milioni. La riduzione del saldo passivo della bilancia dei pagamenti americana nel primo semestre dell'anno ha consentito agli Stati Uniti di passare da una posizione di debitore netto per \$342 milioni nel dicembre 1963 ad una di creditore netto per \$65 milioni alla fine di giugno 1964. Tuttavia, nella seconda metà dell'anno, il deterioramento della bilancia dei pagamenti americana ha di nuovo capovolto la situazione e, alla fine del 1964, gli Stati Uniti avevano di nuovo una posizione debitoria netta di \$130 milioni per im-

pegni di riporto. A quella data, i prelievi americani dalle facilitazioni di riporto ammontavano a \$330 milioni, così ripartiti: \$135 milioni dai Paesi Bassi, \$100 milioni dalla BRI, \$50 milioni dalla Germania e \$45 milioni dal Belgio. D'altra parte, il Regno Unito aveva prelevato \$200 milioni dal suo impegno di riporto stipulato con gli Stati Uniti.

Nel 1964, l'impegno di riporto concluso dal Sistema della Riserva federale con la Banca d'Inghilterra è stato portato da \$500 a 750 milioni e quello con la Banca nazionale del Belgio da \$50 a 100 milioni. Nel primo trimestre del 1965, le facilitazioni di riporto concordate con la Banca d'Italia sono state aumentate da \$250 a 450 milioni e quelle con la Banca del Giappone da \$150 a 250 milioni. Alla fine di marzo 1965 questi incrementi avevano fatto salire il totale degli accordi monetari reciproci a \$2.650 milioni.

#### **Riserve monetarie dei paesi dell'Europa occidentale.**

Nel 1964, le riserve monetarie primarie e secondarie dei paesi dell'Europa occidentale sono aumentate di \$1,6 miliardi, raggiungendo alla fine dell'anno il totale di \$33,1 miliardi. Le riserve monetarie ufficiali hanno subito un incremento di \$1,9 miliardi, passando da \$29,2 a 31,1 miliardi, mentre le posizioni F.M.I. e A.G.P. sono diminuite da \$2,3 a 2 miliardi. Tenendo conto dell'assistenza che le banche centrali hanno prestato al Regno Unito e dell'incremento nelle passività ufficiali in sterline (compresi i titoli del governo britannico detenuti da non residenti privati), l'aumento netto delle riserve monetarie dei paesi dell'Europa occidentale si riduce da \$1,6 a 1 miliardo.

Nel 1964 le riserve auree europee sono cresciute di \$0,6 miliardi. Questo importo rappresenta metà dell'incremento registrato nel 1963 ed è stato anche assai inferiore a quello conseguito in qualsiasi altro degli ultimi anni. Siccome, nel 1964, le riserve valutarie lorde ufficiali sono aumentate un poco di più che nell'anno precedente, l'aliquota in oro delle riserve dei paesi dell'Europa occidentale è scesa dal 66,5 al 64,7%, oppure, se non si tiene conto delle obbligazioni non negoziabili del governo S.U. che i detentori includono nelle loro riserve di primo grado, essa si è ridotta dal 67,8 al 66,3%.

Nei quattro anni 1961-64, le riserve auree ufficiali e le attività valutarie lorde dei paesi dell'Europa occidentale sono aumentate di \$7 miliardi, passando da \$24,5 a 31,5 miliardi. Gli averi in oro sono cresciuti di \$4,4 miliardi, cioè da \$16 a 20,4 miliardi e le riserve valutarie di \$2,6 miliardi, da \$8,5 a 11,1 miliardi. Per i paesi dell'Europa occidentale che sono membri del Gruppo dei Dieci (compresa la Svizzera), alla fine del periodo la percentuale in oro delle riserve monetarie era un poco più alta che al principio, nonostante il declino verificatosi nel 1964. Nell'altro gruppo di paesi, dove gli averi in oro costituiscono tradizionalmente una proporzione assai minore delle riserve, la percentuale in oro si è pure ridotta nel 1964, scendendo notevolmente al disotto del livello di fine 1960. Se si escludono i titoli non negoziabili del governo S.U., nel 1961-64 l'aumento delle riserve valutarie europee

Paesi europei: Variazioni nelle riserve.

| Paesi                   | Fine anno | Riserve nette |               |        | Posizione netta F.M.I. e A.G.P. | Riserve nette più o meno posizione netta F.M.I. e A.G.P. |
|-------------------------|-----------|---------------|---------------|--------|---------------------------------|--|
|                         |           | Oro           | Valute estere | Totale |                                 |  |
| milioni di dollari S.U. |           |               |               |        |                                 |  |
| Austria . . . . .       | 1962      | 454           | 597           | 1.051  | 26                              | 1.077  |
|                         | 1963      | 536           | 650           | 1.186  | 37                              | 1.223  |
|                         | 1964      | 600           | 632           | 1.232  | 72                              | 1.304  |
| Belgio-Lussemburgo . .  | 1962      | 1.365         | 237           | 1.602  | 133                             | 1.735  |
|                         | 1963      | 1.371         | 445           | 1.816  | 141                             | 1.957  |
|                         | 1964      | 1.452         | 552           | 2.004  | 204                             | 2.208  |
| Danimarca . . . . .     | 1962      | 92            | 118           | 210    | 33                              | 243  |
|                         | 1963      | 92            | 336           | 428    | 33                              | 461  |
|                         | 1964      | 92            | 504           | 596    | 33                              | 629  |
| Finlandia . . . . .     | 1962      | 61            | 206           | 267    | 14                              | 281  |
|                         | 1963      | 61            | 239           | 300    | 14                              | 314  |
|                         | 1964      | 85            | 261           | 346    | 14                              | 360  |
| Francia . . . . .       | 1962      | 2.587         | 1.023         | 3.610  | 439                             | 4.049  |
|                         | 1963      | 3.175         | 1.282         | 4.457  | 450                             | 4.907  |
|                         | 1964      | 3.729         | 1.376         | 5.105  | 619                             | 5.724  |
| Germania . . . . .      | 1962      | 3.679         | 2.686         | 6.365  | 517                             | 6.882  |
|                         | 1963      | 3.844         | 3.207         | 7.051  | 552                             | 7.603  |
|                         | 1964      | 4.248         | 2.665         | 6.913  | 913                             | 7.826  |
| Grecia . . . . .        | 1962      | 77            | 193           | 270    | 15                              | 285  |
|                         | 1963      | 77            | 201           | 278    | 15                              | 293  |
|                         | 1964      | 77            | 189           | 266    | 15                              | 281  |
| Italia . . . . .        | 1962      | 2.243         | 1.358         | 3.601  | 203                             | 3.804  |
|                         | 1963      | 2.343         | 826           | 3.169  | 226                             | 3.395  |
|                         | 1964      | 2.107         | 1.503         | 3.610  | 146                             | 3.756  |
| Norvegia . . . . .      | 1962      | 29            | 237           | 266    | 25                              | 291  |
|                         | 1963      | 29            | 289           | 318    | 25                              | 343  |
|                         | 1964      | 29            | 327           | 356    | 25                              | 381  |
| Paesi Bassi . . . . .   | 1962      | 1.574         | 128           | 1.702  | 203                             | 1.905  |
|                         | 1963      | 1.594         | 277           | 1.871  | 203                             | 2.074  |
|                         | 1964      | 1.679         | 379           | 2.058  | 265                             | 2.323  |
| Portogallo . . . . .    | 1962      | 471           | 321           | 792    | 15                              | 807  |
|                         | 1963      | 497           | 330           | 827    | 15                              | 842  |
|                         | 1964      | 497           | 442           | 939    | 15                              | 954  |
| Regno Unito . . . . .   | 1962      | 2.582         | 224           | 2.806  | 502                             | 3.308  |
|                         | 1963      | 2.484         | 173           | 2.657  | 489                             | 3.146  |
|                         | 1964      | 2.136         | 180           | 2.316  | 516                             | 1.800  |
| Spagna . . . . .        | 1962      | 446           | 561           | 1.007  | 38                              | 1.045  |
|                         | 1963      | 573           | 520           | 1.093  | 54                              | 1.147  |
|                         | 1964      | 616           | 791           | 1.407  | 107                             | 1.514  |
| Svezia . . . . .        | 1962      | 181           | 567           | 748    | 48                              | 796  |
|                         | 1963      | 182           | 518           | 700    | 53                              | 753  |
|                         | 1964      | 189           | 676           | 865    | 88                              | 953  |
| Svizzera . . . . .      | 1962      | 2.667         | 201           | 2.868  | —                               | 2.868  |
|                         | 1963      | 2.820         | 250           | 3.070  | —                               | 3.070  |
|                         | 1964      | 2.725         | 388           | 3.113  | —                               | 3.113  |
| Turchia . . . . .       | 1962      | 140           | — 52          | 88     | — 27                            | 61   |
|                         | 1963      | 115           | — 89          | 26     | — 31                            | — 5  |
|                         | 1964      | 104           | — 64          | 40     | — 34                            | 6  |
| Totale . . . . .        | 1962      | 18.648        | 8.605         | 27.253 | 2.184                           | 29.437   |
|                         | 1963      | 19.793        | 9.454         | 29.247 | 2.276                           | 31.523   |
|                         | 1964      | 20.365        | 10.801        | 31.166 | 1.966                           | 33.132   |

Note: 1) Le riserve nette comprendono le riserve della banca centrale e/o altri averi ufficiali in oro e valute, escluse le posizioni F.M.I. e A.G.P. e crediti o debiti derivanti dalla liquidazione dell'UEP. I dati sono pure al netto di ogni altra passività in valuta estera riportata nelle situazioni dei conti di banche centrali o in altre pubblicazioni ufficiali, eccettuate le passività del Regno Unito in sterline. Per Francia, Regno Unito, Spagna e Svizzera, le riserve nette sono costituite soltanto da oro e valute convertibili. Per la Germania sono esclusi i saldi che non possono essere utilizzati liberamente (a prescindere dai crediti derivanti dalla liquidazione dell'UEP) e che, alla fine del 1962, 1963 e 1964, ammontavano rispettivamente a \$351, 345 e 340 milioni. 2) La posizione netta nel F.M.I. è data dalla quota sottoscritta in oro, più riacquisti di valute della quota di sottoscrizione, meno i prelievi netti effettuati da ciascun paese membro, o più le vendite nette del Fondo di valuta del paese stesso, più o meno le spese o gli introiti di natura amministrativa e operativa del Fondo nella rispettiva valuta. La posizione A.G.P. è costituita da crediti concessi in base agli Accordi generali di prestito conclusi nell'ottobre 1962.

è stato soltanto di \$1,8 miliardi. Ciò fa sì che, alla fine del 1964, la percentuale in oro relativa al Gruppo europeo dei Dieci sia stata superiore all'aliquota di fine 1960.

Se si considera l'Europa occidentale nel suo complesso (e si esclude la Svizzera, per la quale non sono disponibili dati sulla posizione verso l'estero delle banche), nel 1964 i movimenti monetari ufficiali e privati sono stati più favorevoli che nell'anno precedente. Vero è che l'aumento delle attività nette ufficiali ha registrato una flessione di \$0,7 miliardi rispetto al 1963 ma, d'altra parte, nel 1964 non vi è stata alcuna variazione nella posizione valutaria globale delle banche, mentre nell'anno precedente le loro passività estere nette erano cresciute di non meno di \$1,3 miliardi. Nel 1964, con l'eccezione della Svizzera, i movimenti monetari globali sono quindi risultati positivi per \$1 miliardo contro \$0,4 miliardi nel 1963.

Vi sono due paesi, Italia e Regno Unito, nei quali vi è stato un contrasto assai netto fra i movimenti monetari nel 1963 e 1964. Nel corso dei due anni, la posizione dell'Italia è migliorata di \$2 miliardi, mentre quella del Regno Unito è deteriorata di \$1,5 miliardi. Nel resto dell'Europa, di nuovo escludendo la Svizzera, il saldo positivo dei movimenti monetari è stato press'a poco uguale nei due anni. Nel 1963, le attività ufficiali sono cresciute di \$2,5 miliardi e le passività delle banche di \$0,5 miliardi; gli aumenti corrispondenti per il 1964 sono stati, rispettivamente di \$2,6 e 0,4 miliardi, sicchè tali paesi hanno migliorato la loro posizione in modesta misura e, precisamente, da \$2 a 2,2 miliardi.

Per il primo trimestre del 1965 non sono ancora disponibili dati completi sui movimenti monetari dei paesi dell'Europa occidentale. Le riserve monetarie (escluse quelle di Finlandia e Portogallo) hanno subito un modesto declino di circa \$130 milioni, mentre le posizioni nette nel F.M.I. sono cresciute all'incirca di \$50 milioni. L'indebitamento a breve del Regno Unito verso banche centrali estere è aumentato notevolmente, ma i saldi in sterline sono declinati. Al presente, i dati relativi alle variazioni verificatesi nelle posizioni sull'estero delle banche commerciali europee sono ancora assai incompleti, ma sembra che il miglioramento stagionale nelle loro posizioni sia stato superiore alle perdite sofferte dalle riserve monetarie ufficiali. Le banche tedesche, da sole, hanno accresciuto le loro attività estere nette di circa \$500 milioni e nelle posizioni delle banche di altri sette paesi europei, per i quali si dispone di statistiche, vi è stato un miglioramento netto di circa \$180 milioni.

*Regno Unito.* Il finanziamento del saldo passivo della bilancia dei pagamenti non ha presentato molti problemi nella prima metà del 1964, allorché le riserve monetarie ufficiali hanno in verità subito un modesto incremento di \$50 milioni. Circa la metà del saldo passivo accumulato in questo periodo è stato coperto con un incremento di \$345 milioni nei saldi dell'area della sterlina detenuti su Londra e con un incremento nell'indebitamento netto verso l'estero da parte delle banche britanniche per un importo di \$250 milioni.

Nel terzo trimestre il saldo attivo dell'area della sterlina si è assottigliato e il nervosismo determinato dall'andamento dei conti con l'estero e dall'approssimarsi delle elezioni generali è andato crescendo. In un primo momento, una buona parte del saldo passivo è stata compensata da un afflusso di fondi da paesi non appartenenti all'area della sterlina, ma, alla fine di agosto, la Banca d'Inghilterra ha incominciato a effettuare prelievi per \$500 milioni dall'impegno di riporto concluso con il Sistema della Riserva federale. In settembre, altre sette banche centrali hanno accordato facilitazioni di credito a breve per un ulteriore importo di \$500 milioni e, alla fine dello stesso mese, erano stati compiuti prelievi per \$200 milioni. Dato che, alla fine di settembre, le riserve ufficiali si erano ridotte di \$165 milioni rispetto al loro livello di tre mesi prima, più della metà del saldo passivo verificatosi nel terzo trimestre è stato finanziato con fondi ufficiali.

Nel quarto trimestre, le riserve hanno subito un'altra flessione di \$225 milioni e le autorità hanno inoltre contratto prestiti all'estero per \$1.405 milioni. Per tutto il trimestre il totale dei finanziamenti ufficiali è quindi ammontato a \$1.630 milioni, cioè a più di due volte il saldo passivo registrato nei conti con l'estero e a più di tre volte quello identificato, delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine. La maggior parte della differenza fra il saldo passivo e il volume dei finanziamenti ufficiali si spiega con una riduzione di \$1.030 milioni nei saldi in sterline. Un'aliquota di questa diminuzione è da attribuire al saldo passivo verso l'estero del resto dell'area della sterlina, ma la più gran parte di essa è stata conseguenza della fuga dalla sterlina.

Regno Unito: Movimenti monetari.

| Voci  | 1964                    |              |              |         |
|---|-------------------------|--------------|--------------|---------|
|   | 1° semestre             | 3° trimestre | 4° trimestre | anno    |
|   | milioni di dollari S.U. |              |              |         |
| Riserve ufficiali (aumento +)   | + 50                    | - 165        | - 225        | - 340   |
| Assistenza ufficiale (aumento -)  | - 15                    | - 185        | - 1.405      | - 1.605 |
| di cui:   |                         |              |              |         |
| Prelievi dal F.M.I.   | -                       | -            | - 1.000      | - 1.000 |
| Altra assistenza  | - 15                    | - 185        | - 405        | - 605   |
| Totale dei finanziamenti ufficiali  | + 35                    | - 350        | - 1.630      | - 1.945 |
| Passività in sterline (aumento -)   |                         |              |              |         |
| verso l'area d'oltremare della sterlina   | - 345                   | - 20         | + 490        | + 125   |
| verso paesi non appartenenti all'area della sterlina*                               | - 30                    | - 210        | + 540        | + 300   |
| verso istituzioni internazionali*   | + 15                    | + 5          | - 40         | - 20    |
| Passività non in sterline (aumento -)   | - 250                   | - 100        | - 35         | - 385   |
| Altri movimenti monetari (aumento delle passività -)                                | - 130                   | + 5          | - 30         | - 155   |
| Movimenti monetari non dovuti a finanziamenti ufficiali (aumento delle passività -) | - 740                   | - 320        | + 925        | - 135   |
| Totale (= saldo attivo o passivo della bilancia dei pagamenti)                      | - 705                   | - 670        | - 705        | - 2.080 |

\* Esclusa la contropartita in sterline dell'assistenza ufficiale accordata sotto forma di impegni di riporto e del prelievo effettuato dal F.M.I.

In ottobre, i prelievi effettuati da facilitazioni di credito ufficiali sono ammontati a \$215 milioni e, in novembre, a \$785 milioni. Esaurita la rimanenza delle facilitazioni concesse da banche centrali (\$585 milioni), il 25 novembre è stata annunciata una nuova operazione di sostegno per l'importo di \$3 miliardi, alla quale hanno partecipato undici banche centrali, la BRI e l'Export-Import Bank; di questo importo, \$200 milioni erano stati utilizzati prima della fine di tale mese. In dicembre, l'indebitamento a breve contratto prima del 25 novembre è stato rimborsato mediante il prelievo di \$1 miliardo dal Fondo monetario internazionale. Inoltre, si è proceduto al prelievo di altri \$325 milioni dalle risorse messe a disposizione il 25 novembre, si è contratto un prestito in franchi svizzeri di \$80 milioni verso la Banca nazionale svizzera in connessione con il ricorso agli Accordi generali di prestito (di cui \$50 milioni sono stati utilizzati per rimborsare un prestito ricevuto dalla Confederazione svizzera nel 1961) ed è stato differito il pagamento di \$174 milioni per capitali e interessi dovuti sui prestiti postbellici accordati dai governi degli Stati Uniti e del Canada.

Nonostante il cospicuo deflusso di fondi nel quarto trimestre, dalla tabella si può rilevare che, per l'anno nel suo insieme, si è avuto un modesto afflusso di fondi, dato che il saldo passivo della bilancia dei pagamenti è stato lievemente superiore al totale dei finanziamenti ufficiali. Questo afflusso è stato più che compensato da un incremento nelle passività valutarie nette verso l'estero delle banche. Alla fine dell'anno, le riserve monetarie ufficiali ammontavano a \$2.316 milioni.

Per il primo trimestre del 1965 non si dispone ancora di tutti i dati relativi agli ulteriori sviluppi. Il saldo passivo dei conti con l'estero si è notevolmente ridotto e le riserve ufficiali hanno subito un modesto incremento. Gli averi in oro e valute sono cresciuti di \$15 milioni e il debito netto verso il F.M.I. è risultato minore di \$15 milioni in seguito ai prelievi in sterline effettuati da altri paesi. D'altro lato, si è fatto nuovamente ricorso alle facilitazioni creditizie rese disponibili nel novembre 1964. Durante il trimestre, i saldi in sterline dell'estero hanno registrato una flessione di \$65 milioni. I saldi dell'area della sterlina si sono ridotti di \$235 milioni, mentre quelli dei paesi non appartenenti all'area di questa moneta (compresa l'assistenza delle banche centrali) hanno realizzato un incremento di \$170 milioni.

Nel maggio 1965 le riserve britanniche sono cresciute di \$505 milioni, ad un totale di \$2,9 miliardi. Nel corso del mese, \$1.400 milioni sono stati presi a prestito dal F.M.I. e dalla Svizzera e sono stati rimborsati \$1.100 milioni dell'assistenza accordata da banche centrali.

*Francia.* Nel 1964, per il quarto anno consecutivo, la Francia ha conseguito, fra tutti i paesi europei, di gran lunga il maggiore incremento nelle proprie riserve. Le attività monetarie ufficiali sono aumentate di \$817 milioni, cioè quasi quanto nel 1963. Su questo importo globale però, l'aliquota della posizione netta F.M.I. e A.G.P. è cresciuta di \$11 e 169 milioni, mentre l'espansione nelle riserve monetarie ufficiali si è ridotta da \$847 a 648 milioni, di cui \$554 in oro.

L'aumento delle attività monetarie ufficiali è stato il riflesso assai fedele del saldo attivo che la bilancia dei pagamenti ha registrato nel 1964. Non vi sono stati pagamenti anticipati di debiti governativi esteri e le passività estere nette del sistema bancario francese che, nel 1963, erano cresciute di \$200 milioni, nel 1964 hanno subito un incremento soltanto di \$39 milioni. I saldi in franchi di non residenti sono ancora saliti, di \$98 milioni, ma gli averi netti in valute di residenti francesi, che nel 1963 avevano sopportato una perdita di \$150 milioni, sono aumentati di \$60 milioni.

Nel primo trimestre del 1965, alle attività monetarie ufficiali della Francia sono affluiti altri \$234 milioni. L'incremento è stato registrato quasi per intero nelle riserve ufficiali, che sono passate da \$5.105 a 5.316 milioni. Nel corso del trimestre si è verificato un marcato spostamento fra riserve valutarie e auree. Gli averi in oro sono cresciuti di \$468 milioni, mentre quelli in valute hanno subito una flessione di \$257 milioni. Questo andamento è il risultato della decisione del governo francese, presa nel gennaio 1965, di farsi pagare in oro tutti i saldi attivi che la bilancia dei pagamenti accumulerà in futuro, nonchè di convertire in oro un'aliquota degli averi ufficiali in valute accumulati per effetto di precedenti saldi attivi. Sebbene nell'aprile 1965 le riserve ufficiali siano cresciute di altri \$51 milioni, l'afflusso di divise estere si è contratto dalla fine del primo trimestre.

*Italia.* Nonostante la situazione passiva della bilancia dei pagamenti nei primi mesi dell'anno, nel 1964 le riserve nette ufficiali dell'Italia sono aumentate di \$445 milioni. Le riserve di valute convertibili, da sole, hanno subito un incremento di \$735 milioni, mentre le riserve auree si sono ridotte di \$235 milioni, gli averi ufficiali in obbligazioni non negoziabili del governo S.U. si sono contratti di \$200 milioni e le passività estere ufficiali sono declinate di \$145 milioni. Il credito netto concesso al F.M.I. è diminuito di \$80 milioni e si è anche avuta una modesta flessione in altre attività monetarie ufficiali. Siccome, però, la posizione sull'estero delle banche è migliorata di \$440 milioni, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti ha raggiunto il livello di \$775 milioni.

Nel primo trimestre del 1964, il saldo passivo dei conti con l'estero è ammontato a \$435 milioni. Poichè le banche hanno ridotto le loro passività estere di \$200 milioni, sono stati effettuati finanziamenti ufficiali per \$635 milioni. Si è proceduto ad una cessione di oro per \$200 milioni al Tesoro americano, nonchè ad un prelievo per un importo di \$225 milioni dal F.M.I., mentre le passività ufficiali a breve sono cresciute di \$135 milioni, rispecchiando un incremento dei saldi ufficiali americani in lire detenuti presso la Banca d'Italia dovuto, in parte, ai prelievi dell'Italia dal suo impegno di riporto concluso con il Sistema della Riserva federale e, in parte, agli acquisti ufficiali americani di lire.

Durante il secondo trimestre, la bilancia dei pagamenti ha invertito nettamente la sua tendenza e da allora è rimasta attiva. Il saldo attivo per gli ultimi nove mesi del 1964 è stato di \$1.210 milioni. Le banche hanno ridotto le loro passività nette estere per altri \$240 milioni, mentre le attività

Italia: Movimenti monetari.

| Voci  | 1963   | 1964  | 1964              |                     | 1965<br>gennaio-<br>marzo |
|---|--------|-------|-------------------|---------------------|---------------------------|
|   |        |       | gennaio-<br>marzo | aprile-<br>dicembre |                           |
| milioni di dollari S.U.   |        |       |                   |                     |                           |
| Riserve monetarie ufficiali . . . . .                                       | - 435  | + 445 | - 420             | + 865               | - 35                      |
| di cui:   |        |       |                   |                     |                           |
| Oro . . . . .   | + 100  | - 235 | - 200             | - 35                | - 15                      |
| Valute convertibili . . . . .   | - 535  | + 735 | - 35              | + 770               | + 20                      |
| Obbligazioni non negoziabili del<br>governo S.U. stilate in lire . . . . .  | + 150  | - 200 | - 50              | - 150               | -                         |
| Passività estere a breve . . . . .  | - 150  | + 145 | - 135             | + 280               | - 40                      |
| Posizione netta F.M.I. e A.G.P. . . . .                                     | + 25   | - 80  | - 225             | + 145               | + 35                      |
| Altre attività monetarie ufficiali . . . . .                                | - 185  | - 30  | + 10              | - 40                | + 15                      |
| Posizione sull'estero delle banche<br>commerciali . . . . .                 | - 650  | + 440 | + 200             | + 240               | + 55                      |
| Totale (= saldo attivo o passivo<br>della bilancia dei pagamenti) . . . . . | -1.245 | + 775 | - 435             | +1.210              | + 70                      |

monetarie ufficiali nette hanno registrato un incremento di \$970 milioni, di cui \$770 milioni in valute convertibili. Si è poi verificata ancora una lieve contrazione nelle riserve auree dovuta all'aumento della quota sottoscritta dall'Italia nel F.M.I. D'altra parte, la posizione netta F.M.I. e A.G.P. è migliorata di \$145 milioni e le passività ufficiali a breve sono diminuite di \$280 milioni. Le contropartite di quest'ultimo movimento sono da ricercare nella liquidazione di debiti derivanti da impegni di riporto conclusi con il Sistema della Riserva federale e nel riacquisto, da parte degli Stati Uniti, di titoli non negoziabili stilate in lire.

Nel primo trimestre del 1965, i movimenti monetari hanno dato un risultato positivo di \$70 milioni e si è avuto un ulteriore declino di \$55 milioni nelle passività estere nette delle banche.

*Benelux.* Nel 1964, tanto in Belgio che nei Paesi Bassi, le attività monetarie ufficiali sono cresciute di \$250 milioni e, in entrambi i casi, le riserve primarie vi hanno contribuito con il 75% e la posizione netta nel F.M.I. per la rimanenza. La maggior parte dell'incremento che le riserve del Belgio hanno registrato nel 1964 si è verificata nell'ultimo trimestre dell'anno, mentre nel primo trimestre del 1965 esse hanno segnato soltanto una modesta variazione in aumento.

L'importo di \$187 milioni con cui la Nederlandsche Bank ha incrementato le sue riserve è stato esattamente controbilanciato da una flessione nelle attività estere nette delle banche commerciali olandesi. Dopo la cospicua espansione registrata nella seconda metà del 1964, nel primo trimestre del 1965 le riserve monetarie della Nederlandsche Bank hanno subito una riduzione di \$11 milioni, mentre le attività estere nette delle banche sono aumentate di \$53 milioni.

*Germania.* La bilancia dei pagamenti della Germania, che all'inizio del 1964 aveva registrato un saldo attivo assai cospicuo, più avanti nell'anno ha invertito la tendenza accumulando un saldo passivo. Ciò non di meno, per

l'anno nel suo insieme i movimenti monetari sono stati all'attivo per \$170 milioni. La posizione netta F.M.I. e A.G.P. della Germania è migliorata di \$360 milioni, mentre le riserve ufficiali primarie hanno subito una flessione di \$135 milioni e altre attività monetarie ufficiali una contrazione di \$40 milioni; quest'ultimo movimento è dovuto a rimborsi di debiti derivanti dalla liquidazione dell'UEP.

Nel 1964, la composizione delle riserve ufficiali primarie è notevolmente mutata. Le riserve auree sono cresciute di \$405 milioni e gli averi in obbligazioni non negoziabili del governo S.U. sono aumentate di \$400 milioni. Le riserve valutarie si sono, invece, ridotte di \$940 milioni.

Per l'anno nell'insieme, la posizione sull'estero del sistema bancario tedesco è rimasta praticamente invariata. Ciò contrasta con la riduzione netta di \$170 milioni al riguardo registrata nell'anno precedente; e si è verificata nonostante che, nel corso dell'anno, la liquidità delle banche fosse diminuita.

Nel marzo 1964, la Bundesbank ha incominciato a offrire speciali facilitazioni creditizie alle banche per l'acquisto di buoni del Tesoro americano e, in aprile, ha aumentato le percentuali delle riserve obbligatorie che le banche devono accantonare rispetto alle passività estere non coperte da attività estere. Queste misure hanno avuto successo, in quanto nel 1964 le banche hanno accresciuto le loro attività estere di \$175 milioni. Ma l'effetto di questo movimento è stato compensato da un incremento di \$90 milioni nei saldi d'esercizio in DM detenuti da non residenti e da un'espansione, di quasi lo stesso ordine di grandezza, nei crediti che le banche tedesche hanno ricevuto dall'estero.

Nel primo trimestre del 1965, la bilancia dei pagamenti è ritornata attiva, accumulando un cospicuo saldo attivo di \$355 milioni. Con l'inversione delle operazioni di fine anno, le banche hanno aumentato di \$515 milioni le loro attività estere nette. Le riserve monetarie della Bundesbank sono diminuite di \$125 milioni e si è avuta un'ulteriore riduzione di \$35 milioni nella posizione netta nel F.M.I. della Germania.

*Svizzera.* Calcolate in maniera convenzionale, in base alle variazioni occorse negli averi in oro e valute, le riserve monetarie della Banca nazionale svizzera sono aumentate nel 1964 di \$43 milioni. Peraltro, nel dicembre 1963 le banche svizzere effettuarono operazioni di fine anno su scala eccezionalmente vasta, sicchè, se si confronta il mese di novembre 1963 con lo stesso mese del 1964, si constata che l'aumento delle riserve è stato di \$215 milioni, mentre se si paragona il gennaio 1964 con il gennaio 1965, l'incremento è stato di \$240 milioni.

Tuttavia, anche trascurando questo fattore, l'importo di \$43 milioni non rappresenta l'effettivo aumento che nel 1964 è stato registrato nelle attività monetarie esterne della Banca nazionale. I suoi averi in titoli non negoziabili del governo S.U. stilati in franchi svizzeri hanno subito approssimativamente un incremento di \$50 milioni e, in aggiunta, la Banca nazionale ha acquistato \$100 milioni di sterline in base ad un impegno di riporto concluso nel dicembre 1964 con la Banca d'Inghilterra. Se si includono queste operazioni,

nel 1964 le riserve, in senso lato, sono cresciute di \$195 milioni. Questo importo regge il confronto con un incremento di \$202 milioni nel 1963. Tenuto conto del volume delle operazioni di fine 1963 effettuate dalle banche svizzere, si può dire che nel 1964 le attività monetarie ufficiali sono aumentate in misura maggiore che nell'anno precedente.

Nel gennaio 1965 le riserve hanno subito una riduzione stagionale di poco più di \$100 milioni. In marzo e aprile vi è stata un'ulteriore flessione di \$111 milioni, buona parte della quale ha rispecchiato la migliorata posizione del dollaro sul mercato svizzero, in seguito alle misure che gli Stati Uniti hanno adottato per limitare il deflusso di capitali. In questo periodo, la Banca nazionale ha inoltre ceduto alle banche commerciali svizzere sterline per un importo di \$60 milioni, che deteneva in base agli impegni di riporto conclusi con la Banca d'Inghilterra.

*Altri paesi europei.* Nell'Europa occidentale, alcuni paesi hanno registrato nel 1964 cospicui incrementi nelle riserve. Le riserve della Spagna, compresa la posizione netta nel F.M.I., sono cresciute di \$367 milioni, mentre le riserve monetarie ufficiali del Portogallo hanno realizzato un miglioramento di \$112 milioni. In Scandinavia, le riserve della Svezia sono aumentate di \$200 milioni, alle quali le posizioni F.M.I. e A.G.P. hanno contribuito con \$35 milioni; le riserve della Danimarca hanno conseguito un'espansione di \$168 milioni. Nel caso della Danimarca, l'incremento nelle attività ufficiali è stato accompagnato da un aumento di \$57 milioni nelle passività estere nette delle banche. Sono pure salite le riserve ufficiali di Finlandia e Norvegia, rispettivamente di \$46 e 38 milioni.

#### **Tassi di cambio.**

Nei primi nove mesi del 1964 non si sono verificati sviluppi insoliti sui mercati dei cambi. Nell'ultima parte dell'anno, tuttavia, i mercati sono stati dominati dalla crisi della sterlina e dal deterioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Alla metà di settembre la sterlina era praticamente scesa al limite inferiore della sua parità con il dollaro sul mercato a pronti e, da tale data fino a febbraio 1965, a sostegno di essa si sono resi necessari frequenti ed ampi interventi ufficiali. Dopo un altro periodo di debolezza, in marzo e all'inizio di aprile, il cambio a pronti è andato riprendendosi fino ad approssimarsi alla parità con il dollaro; in maggio si è di nuovo indebolito.

Verso la fine del 1964, sui mercati a pronti, i cambi delle valute importanti dell'Europa continentale (tranne la lira che dal marzo 1964 è stata mantenuta assai vicina alla parità) e del dollaro canadese erano quotati alla pari o in prossimità dei limiti superiori delle rispettive parità con il dollaro S.U. Allorquando, nel febbraio 1965, sono state introdotte dagli Stati Uniti le nuove misure per correggere l'andamento della bilancia dei pagamenti, le valute che più ne hanno risentito sono state la sterlina, il dollaro canadese e il franco svizzero.

Un importante evento, registrato nel periodo sotto rassegna è stato, verso la fine di novembre 1964, la decisione delle autorità britanniche di intervenire anche sul mercato a termine. Tale decisione ha, in effetti, provveduto le autorità di un nuovo strumento per difendere il cambio. Sembra che la maggior parte della massa insolita di operazioni a termine che si riversò sul mercato in quel periodo fosse collegata a transazioni commerciali. La copertura a termine fornita dalle autorità mirava quindi soprattutto ad assicurare gli operatori commerciali che avrebbero potuto effettuare, al cambio in vigore, i pagamenti che sarebbero scaduti entro pochi mesi.

La maggiore stabilità che, nella seconda metà del 1964, numerose valute dei paesi continentali dell'Europa hanno manifestato sul mercato a pronti nei confronti del dollaro è stata accompagnata, fino a novembre, da un movimento opposto sul mercato a termine. In novembre, tuttavia, i cambi europei a termine hanno incominciato a consolidarsi, in parte, in seguito all'aumento dei saggi d'interesse americani e dell'eurodollaro. Questa tendenza più ferma si è ulteriormente rafforzata nel febbraio 1965 con la cessazione del deflusso di capitali americani che devono avere ridotto la domanda di dollari a termine sul mercato.

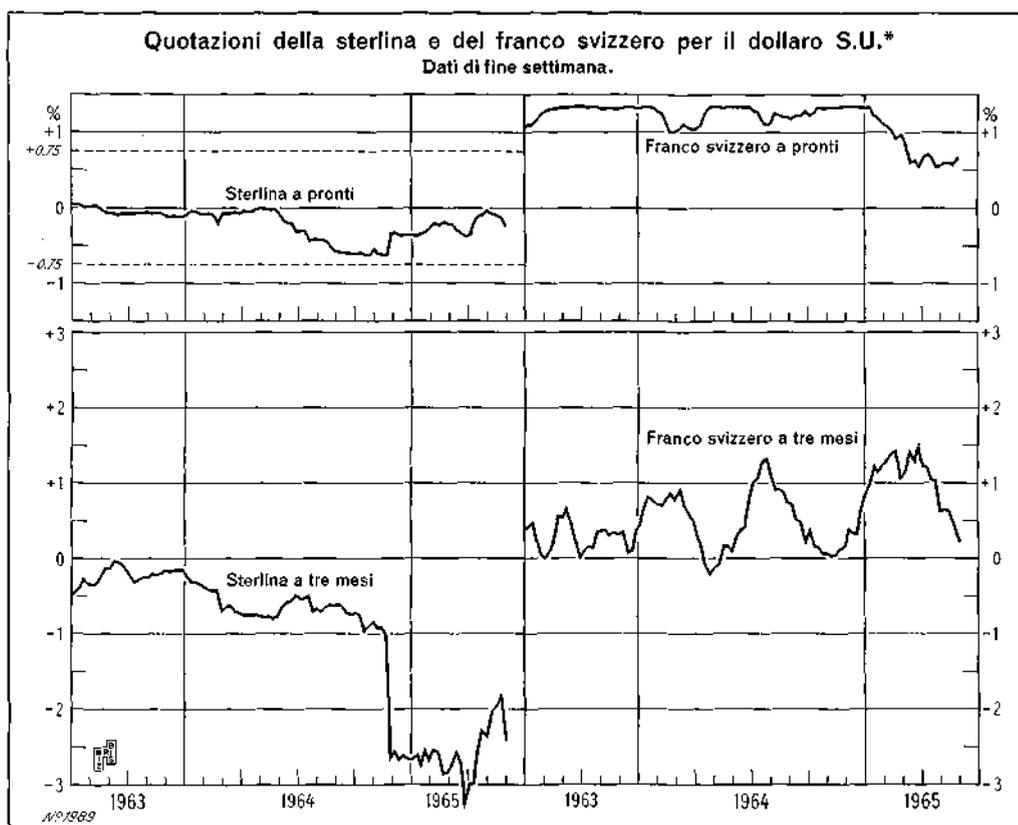
*La sterlina.* L'anno 1964 si è aperto tranquillamente con la sterlina quotata sul mercato a pronti a circa \$2,79  $\frac{3}{4}$ . La sterlina si è alquanto indebolita nella terza settimana di febbraio, in parte, per le voci circa una possibile rivalutazione del marco tedesco e, in parte, perchè alcuni sintomi lasciavano prevedere probabili difficoltà nella bilancia dei pagamenti. Alla fine del mese è stato aumentato il saggio ufficiale di sconto e da allora fino all'ultima settimana di maggio, la sterlina è rimasta abbastanza stabile.

Verso la fine di maggio il cambio a pronti ha incominciato a declinare e nella terza settimana di luglio era sceso a \$2,78  $\frac{3}{4}$ . Dopo essere rimasto per quasi un mese a questo livello, alla fine di agosto è caduto a \$2,78  $\frac{3}{8}$ , cioè, praticamente al punto inferiore di intervento. In questo periodo, la sterlina non si è peraltro trovata assoggettata ad alcuna pressione di natura speculativa e lo sconto a tre mesi sul dollaro è effettivamente diminuito dallo 0,75 allo 0,50% fra la fine di maggio e la metà di luglio. A quest'ultima data, il rendimento dei buoni del Tesoro britannico, i cui saggi d'interesse avevano manifestato una tendenza ascendente, superava di quasi lo 0,50% quello dei buoni del Tesoro americano in operazioni con copertura. Allo scopo di impedire che questo divario attirasse fondi americani sul mercato di Londra, in luglio e agosto 1964 le autorità degli Stati Uniti hanno venduto sterline a termine per oltre \$50 milioni con corrispondenti acquisti a pronti.

Con il cambio a pronti praticamente al punto inferiore di sostegno, a partire da settembre l'accresciuta pressione sulla sterlina si è rispecchiata per lo più nella perdita di riserve e nel volume di assistenza ricevuto da banche centrali estere. Sebbene in quel periodo la sterlina a termine non fosse forte, e il margine degli interessi, con copertura, a favore di Londra fosse andato gradualmente scomparendo, è soltanto dopo l'incremento del 2%

nel saggio ufficiale di sconto, introdotto il 23 novembre, che le condizioni sul mercato a termine sono veramente mutate. E' da allora che le vendite di sterline a termine hanno assunto proporzioni imponenti: lo sconto a tre mesi rispetto al dollaro è passato dall'1 al 3% all'anno e il divario fra i saggi d'interesse si è spostato a favore di Nuova York. Le autorità britanniche sono allora intervenute sul mercato a termine non soltanto per mantenere lo sconto a termine della sterlina al livello appropriato alle condizioni dei saggi d'interesse, ma anche per evitare di dover utilizzare le riserve ufficiali per fornire alle banche dollari a pronti a copertura di vendite a termine. In dicembre 1964 e gennaio 1965 lo sconto a tre mesi della sterlina è stato di poco più del 2,5% all'anno.

A differenza di quanto è avvenuto sul mercato a termine, il cambio a pronti è salito ad oltre \$2,79 dopo l'annuncio, dato il 25 novembre, dell'operazione di sostegno della sterlina per l'importo di \$3 miliardi. Il miglioramento fu tuttavia di breve durata e per tutto dicembre il cambio ha dovuto essere sostenuto; durante questo mese non si è permesso che esso scendesse al disotto di \$2,79. In gennaio, vi è stata minore necessità di sostegno ufficiale, mentre in febbraio, il cambio a pronti della sterlina è salito notevolmente al disopra di \$2,79. Ma questa tendenza più stabile è stata ben presto annullata dagli effetti delle misure adottate dagli Stati Uniti per



\*Cambi a pronti della sterlina e del franco sopra(+) o sotto(-) la parità con il dollaro S.U. Premio(+) o sconto(-) dei cambi a termine rispetto ai cambi a pronti espressi sotto forma di saggio d'interesse annuale.

migliorare l'andamento della propria bilancia dei pagamenti, nonché dalla risorgente incertezza circa la stabilità del sistema finanziario internazionale, dovuta, questa volta, più alle critiche al regime di cambio aureo, come tale, che ai mutamenti nella situazione di fatto. Il cambio a pronti ha incominciato a flettersi e il 26 marzo era sceso a poco meno di \$2,79.

In aprile, sia il cambio a pronti che quello a termine sono notevolmente migliorati soprattutto dopo la rinnovata affermazione del Primo Ministro che la moneta sarebbe stata difesa; alla metà di maggio il cambio a pronti era appena al disotto della parità, mentre per la prima volta dal novembre 1964 lo sconto a tre mesi era sceso a meno del 2% all'anno. Alla fine di maggio, peraltro, il cambio a pronti era caduto a circa \$2,79  $\frac{1}{4}$  e lo sconto a tre mesi sul dollaro era salito ad oltre il 2,5%.

*Il franco svizzero.* Sotto l'influenza del rimpatrio di fondi svizzeri dall'estero, il cambio a pronti del franco nei confronti del dollaro, dopo un periodo insolitamente breve di debolezza stagionale all'inizio dell'anno, aveva raggiunto, alla fine di aprile 1964, il limite superiore di intervento da parte della Banca nazionale svizzera e, cioè, fr.sv. 4,31  $\frac{1}{2}$ , livello al quale è rimasto fino a dopo la metà dell'anno. Nel terzo trimestre, il franco si è indebolito un poco rispetto al dollaro, ma alla metà di ottobre il cambio era ritornato a fr.sv. 4,31  $\frac{1}{2}$ . La rinnovata tensione sul mercato monetario svizzero, i fattori stagionali e gli effetti della crisi della sterlina hanno fatto sì che per il resto dell'anno il franco svizzero sia rimasto assai stabile nei confronti del dollaro.

Nel 1964, le fluttuazioni del franco svizzero rispetto al dollaro sono state assai ampie sul mercato a termine, manifestando anche la tendenza a rispecchiare le variazioni nell'afflusso di fondi in Svizzera. Nell'aprile, allorché è stato registrato un cospicuo rimpatrio di fondi dall'estero, il premio a termine si è dileguato e ad esso si è sostituito, per un certo tempo, un lieve sconto; il premio ha invece toccato il suo massimo in luglio, quando il cambio a pronti si è indebolito in seguito all'inversione delle operazioni di fine giugno delle banche. Il premio a termine del franco svizzero si è di nuovo ridotto a zero in novembre 1964, quando il cambio a pronti si trovava al limite superiore di intervento. Da questa quotazione è salito ad un livello dell'1,25% all'anno nei primi tre mesi del 1965, prima di scendere ancora una volta a meno dello 0,25% alla fine di maggio.

Nel primi mesi del 1965, la situazione sul mercato del dollaro a pronti è mutata notevolmente. Il consueto indebolimento stagionale del franco nei primi giorni dell'anno è stato seguito da una caduta ben più forte del cambio, per cui, alla fine di marzo, esso era sceso a quasi fr.sv. 4,35, che è il più basso livello registrato da tredici anni a questa parte. Questo cambiamento dipende certamente dalle misure prese dagli Stati Uniti per correggere l'andamento della propria bilancia dei pagamenti e dall'aumento dei saggi d'interesse per l'eurodollaro. In Svizzera vi è stata, inoltre, una vivace domanda commerciale di dollari e un'inversione nei termini di pagamento a favore del Regno Unito.

*Il marco tedesco (DM).* Nel periodo sotto rassegna, il cambio a pronti del DM per il dollaro, pur essendo rimasto ben al disopra della parità, è andato gradualmente indebolendosi. Durante i primi mesi del 1964, i cospicui saldi attivi accumulati nei conti con l'estero, contenenti un'aliquota di capitali di natura speculativa, hanno fatto sì che il DM sia rimasto assai prossimo al suo limite superiore di parità con il dollaro. Il deterioramento della bilancia dei pagamenti di base, provocato, in parte, dall'annuncio di misure rivolte a scoraggiare l'afflusso di capitali, ha a poco a poco eliminato la pressione dal mercato. Durante novembre e la prima metà di dicembre, nonostante la crisi della sterlina, il DM si è, in modo alquanto sorprendente, indebolito ulteriormente, e questa tendenza si è protratta nei primi mesi del 1965. Alla metà di maggio, sul mercato a pronti, il DM era quotato con un premio di circa lo 0,4% rispetto al dollaro.

Nel marzo 1964, mentre il DM era assai stabile, il Tesoro americano e la Bundesbank sono intervenuti congiuntamente sul mercato a termine per un totale di \$21 milioni. Questi impegni sono stati tutti liquidati alla scadenza. A prescindere da questo episodio, l'evento più interessante in connessione con i cambi a termine del DM, è stato il ripristino, avvenuto nel marzo 1964, di speciali facilitazioni di riporto offerte dalla Bundesbank per consentire agli istituti bancari di effettuare investimenti in buoni del Tesoro americano.

*Altre valute europee.* Durante il periodo in esame, il franco francese è stato quotato alla pari o assai vicino al limite superiore di parità rispetto al dollaro. Dal marzo 1964, la lira italiana è stata mantenuta costantemente ad un livello di poco superiore alla sua parità con il dollaro, per cui l'imponente spostamento verificatosi nella bilancia dei pagamenti, da un saldo passivo ad un saldo attivo, non ha avuto alcun effetto sul cambio a pronti. Il franco belga si è consolidato notevolmente, sebbene non ininterrottamente, nel corso del 1964 e, in ottobre, per la prima volta dal novembre 1960, ha raggiunto il limite superiore di parità con il dollaro. Nel 1965, esso ha continuato a mantenersi all'incirca su tale livello. Nella prima metà del 1964, a causa del saldo passivo accumulato nei conti con l'estero, il fiorino olandese si è indebolito in misura abbastanza sensibile nei confronti del dollaro e, alla metà dell'anno, il cambio a pronti era giusto al disotto della parità. La situazione si è invertita nel secondo semestre dell'anno e il fiorino ha toccato il limite superiore della sua parità con il dollaro in novembre 1964, rimanendovi fino alla metà di febbraio 1965. Poi si è indebolito alquanto e alla metà di maggio era di circa lo 0,50% al disopra della parità.

*Il dollaro canadese.* Durante il periodo sotto rassegna, le variazioni nel cambio del dollaro canadese sono state fortemente influenzate dai movimenti di capitali con gli Stati Uniti. Nella seconda metà del 1964, quando il deflusso di fondi dagli Stati Uniti è stato assai cospicuo, il dollaro canadese si è consolidato passando, verso la fine di novembre, da oltre \$can. 1,08 a \$can. 1,07 ¼. In febbraio 1965, il dollaro canadese ha incominciato di nuovo

a indebolirsi e, alla fine di marzo, il cambio a pronti era ritornato a circa \$can. 1,08 per dollaro S.U.

*Altri sviluppi valutari.* Nel periodo in esame, alcuni paesi dell'Europa orientale hanno apportato modificazioni nei cambi per i turisti. Nel febbraio 1964 la Bulgaria ha introdotto un cambio per i turisti di leva 2 = \$S.U. 1; il cambio che precedentemente veniva applicato ai turisti era di leva 1,17. In Cecoslovacchia il cambio turistico è stato modificato nel maggio 1964 e poi, di nuovo, nel gennaio 1965. L'attuale cambio è di corone 16,20 = \$S.U. 1, limitato ad una spesa minima di \$3 al giorno. Questo cambio regge il confronto con il cambio di base di corone 7,20 = \$S.U. 1. Nel giugno 1964, il cambio turistico in Romania è stato aumentato da lei 15 a lei 18 per dollaro S.U. A questo livello il premio rispetto al cambio di base è del 200%.

Dalla primavera 1964, alcuni paesi industriali hanno adottato una serie di misure, allo scopo di poter meglio disciplinare i movimenti internazionali di capitali. La maggior parte di tali misure non sono, tuttavia, misure di controllo valutario nel senso comune del termine, cioè esse non sono controlli quantitativi diretti, e sono causate soprattutto dalla situazione della bilancia dei pagamenti.

Negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono stati presi provvedimenti per regolare il deflusso di capitali. Il programma americano del febbraio 1965, che ha carattere volontario, è già stato descritto alle pagine 9-10. Nel Regno Unito, d'altro lato, fra le misure adottate nell'aprile 1965 è compreso un inasprimento dei controlli valutari. Ora vengono applicati criteri più restrittivi alle domande presentate per poter accedere al mercato ufficiale dei cambi al fine di effettuare investimenti diretti fuori dell'area della sterlina. I richiedenti dovranno dimostrare alle autorità non soltanto che gli investimenti apporteranno un utile notevole e costante alla bilancia dei pagamenti, ma anche che tale utile uguaglierà o supererà, entro breve tempo, l'importo originario degli investimenti. Inoltre, verrà ridotto il volume di valute disponibili per compiere investimenti all'estero attraverso il relativo mercato. Poi, tutte le divise estere percepite da residenti britannici a titolo di legato o di altri donativi, nonché il 25% degli introiti derivanti da vendite di titoli esteri eseguite dai medesimi, dovrà ora essere ceduto sul mercato ufficiale dei cambi. Ciò significa che ora si applica un cambio misto alle vendite di titoli esteri da parte di residenti britannici.

Per quanto riguarda la disciplina dell'afflusso di capitali, le misure che la Svizzera ha introdotto nel marzo 1964 sono rimaste in vigore. Lo stesso dicasi per i provvedimenti adottati in Germania nella primavera del 1964 e di cui si è già fatta menzione nella presente Relazione.

In Italia le autorità hanno continuato a regolare l'indebitamento verso l'estero delle banche. I limiti entro cui le banche devono contenere l'indebitamento netto verso l'estero sono stati ridotti, con effetto dal 1° gennaio 1964, a quello più basso fra i livelli di fine novembre o fine dicembre 1963.

E con decorrenza dal 1° luglio 1964, i limiti sono stati diminuiti ancora una volta al livello di indebitamento di metà giugno 1964 oppure, se minore, a quello di fine giugno 1964. Occorre anche ricordare, in connessione agli sviluppi in Italia, che il termine di 30 giorni entro cui dev'essere effettuato il pagamento delle importazioni di beni durevoli, introdotto nell'aprile 1964, è stato esteso a 90 giorni in gennaio 1965.

Nei Paesi Bassi, dall'inizio di agosto 1964 è stato vietato alle banche autorizzate di avere, senza la specifica approvazione delle autorità, passività estere a pronti che superino di fiorini 5 milioni le singole attività estere a pronti. Inoltre, dato l'incremento delle riserve valutarie ufficiali, nel febbraio 1965 le autorità hanno permesso alle banche commerciali di acquistare e tenere in portafoglio l'intero ammontare dei prestiti esteri emessi sul mercato dei capitali olandese.

Infine, nel periodo sotto rassegna, in Austria e Danimarca sono stati raggiunti accordi volontari fra le autorità e le banche commerciali, aventi come obiettivo di limitare l'importazione di fondi da parte degli istituti bancari. Per quanto riguarda l'Austria, l'accordo concluso nel settembre 1964 stabiliva che le banche avrebbero rinunciato per un certo periodo al rimpatrio di attività estere a breve per un ammontare di scellini 1,7 miliardi. In Danimarca, nel febbraio 1965, le banche commerciali hanno accettato di depositare presso la Banca nazionale l'equivalente di ogni ulteriore incremento nelle loro passività estere.

#### IV. IL MERCATO DELLE EURODIVISE.

Scopo di questo capitolo è di presentare le statistiche disponibili circa il mercato delle eurodivise a partire dall'ultimo trimestre del 1963. I dati riportano le passività e attività in dollari e in alcune altre valute verso non residenti delle banche commerciali di Belgio, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera. Insieme al Canada, questi sono i paesi le cui banche sono le più importanti nel mercato.

Prima di passare ad esaminare i dati, occorre osservare che, per diverse ragioni, non è possibile ottenere un quadro preciso, dal punto di vista statistico, del mercato delle eurodivise. Anzitutto, gli eurodollari possono essere definiti come dollari acquisiti da banche situate fuori degli Stati Uniti e impiegati per essere concessi in prestito agli utilizzatori finali sia direttamente sia dopo essere stati convertiti in un'altra valuta. Una parte della posizione in dollari sull'estero delle banche che si trovano fuori degli Stati Uniti è costituita dalle loro passività e dai loro crediti nei confronti degli stessi Stati Uniti; entrambe queste voci sono una combinazione di transazioni in eurodollari e non eurodollari. Perciò, le posizioni globali in dollari sull'estero delle banche situate fuori degli Stati Uniti superano il volume delle loro operazioni in eurodollari, mentre le loro posizioni in dollari sull'estero (escluse quelle verso gli Stati Uniti) sono inferiori alle loro transazioni in eurodollari. Le stesse considerazioni valgono per i dati relativi alle posizioni in altre eurodivise.

Un secondo motivo per cui i dati debbono essere interpretati con cautela è rappresentato dal fatto che, qualunque sia il totale complessivo preso in esame, esso conterrà inevitabilmente duplicazioni, perchè i dollari vengono spesso ridepositati più volte in altre banche prima di essere concessi in prestito alla clientela non bancaria. Perciò, una variazione nei dati al lordo non comporta di per sé una variazione corrispondente sul mercato dell'eurodollaro quale fonte di credito per la clientela non bancaria.

In terzo luogo, è da tener presente che, mentre tanto nell'attivo che nel passivo dei bilanci delle banche situate fuori degli Stati Uniti figurano eurodollari, le passività non devono necessariamente uguagliare le attività. E ciò perchè i dollari ricevuti da, o concessi a, residenti non sono inclusi nei dati e perchè vi sono, inoltre, conversioni in dollari da altre valute e viceversa. Per di più, anche sommando insieme tutte le eurodivise, e includendo le posizioni in queste valute verso residenti, la differenza fra passività e attività indicherebbe la misura in cui si sono verificate conversioni dalla, o nella, moneta nazionale. Le banche seguono naturalmente la prassi di coprire tali conversioni sul mercato a termine.

Occorre, infine, ricordare che, sotto certi aspetti, i dati sono incompleti e non del tutto omogenei e che le attività in eurodivise della BRI sono incluse in quelle delle banche svizzere.

Alla fine di marzo 1965, il totale delle passività in dollari verso l'estero dei nove sistemi bancari dichiaranti ammontava a \$11,6 miliardi e il totale delle loro attività in dollari sull'estero a \$11,4 miliardi. Alla stessa data, le loro passività e attività verso l'estero in alcune altre valute (sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi e fiorini olandesi) erano equivalenti ad un importo globale rispettivamente di \$3 e 3,3 miliardi.

La quota di ciascuno dei citati sistemi bancari su questi totali, nonché i dati corrispondenti per settembre 1963, marzo, settembre e dicembre 1964 sono riportati nella prima delle due tabelle che seguono.

Da questi dati emergono alcuni semplici fatti. Anzitutto, le posizioni globali in dollari superano all'incirca di quattro volte le posizioni complessive nelle altre quattro valute estere più importanti. Nel periodo sotto rassegna, le passività in dollari sono cresciute di \$2,4 miliardi, mentre le passività nelle altre quattro valute, considerate insieme, hanno variato di poco. Ove si esaminino i singoli sistemi bancari per quanto riguarda il dollaro S.U., alla fine di marzo 1965 le banche britanniche rappresentavano circa il 40% del totale delle passività e il 30% del totale delle attività, mentre all'incirca l'85% del totale delle passività in dollari si riferiva a quattro sistemi bancari (britannico, giapponese, italiano e svizzero). Per quanto concerne le altre valute, nessun paese o gruppo di paesi emerge nella stessa misura.

La seguente tabella riporta le posizioni verso l'estero degli stessi sistemi bancari, alle stesse date e nelle stesse valute, ma escluse le loro posizioni nei confronti dei paesi di emissione di tali valute, per esempio, le posizioni in dollari verso gli Stati Uniti. Analizzando le posizioni in dollari sotto questo angolo visuale, alla fine di marzo 1965 il totale delle passività ammontava a \$8,3 miliardi e quello delle attività a \$6,5 miliardi. Il predominio delle banche britanniche è più accentuato di quanto non risulti dagli importi globali, poichè la loro quota sul totale delle passività in dollari è di quasi la metà. Le cifre relative al Giappone sono assai inferiori, mentre le banche britanniche, italiane e svizzere, considerate insieme, contribuiscono per poco più del 75% al totale delle passività in dollari.

A causa della mancanza di dati relativi alle posizioni delle banche britanniche e delle lacune nelle statistiche di qualche altro paese, le serie concernenti le "Altre valute" sono piuttosto incomplete. Dai dati di cui si dispone, appare, tuttavia, probabile che le differenze fra i totali globali e quelli dai quali sono escluse le posizioni in ciascuna valuta verso il paese di emissione della valuta medesima sono più cospicue, in senso relativo, che nel caso del dollaro S.U.

I dati finora esaminati comprendono le posizioni interbancarie dei paesi situati nell'area dichiarante. Una notevole aliquota di tali posizioni rappresenta probabilmente soltanto ridepositi di fondi. Dopo aver assegnato una valutazione approssimativa a questo elemento, che è causa di duplicazioni, nonché agli impieghi nel mercato monetario americano, e aver incluso una

Banche commerciali di nove paesi: Passività e attività a breve  
in alcune valute estere verso non residenti.

| Paesi                           | Fine mese      | Dollari S.U. |          | Altre valute <sup>1</sup> |          | Totale    |          |
|---------------------------------|----------------|--------------|----------|---------------------------|----------|-----------|----------|
|                                 |                | Passività    | Attività | Passività                 | Attività | Passività | Attività |
| milioni di dollari              |                |              |          |                           |          |           |          |
| Belgio . . . . .                | 1963 Settembre | 360          | 260      | 280                       | 230      | 640       | 490      |
|                                 | 1964 Marzo     | 380          | 310      | 370                       | 210      | 750       | 520      |
|                                 | Settembre      | 290          | 320      | 540                       | 270      | 830       | 590      |
|                                 | Dicembre       | 420          | 360      | 500                       | 290      | 920       | 650      |
|                                 | 1965 Marzo     | 400          | 440      | 560                       | 260      | 960       | 700      |
| Francia <sup>2</sup> . . . . .  | 1963 Settembre | 650          | 670      | 630                       | 660      | 1.280     | 1.330    |
|                                 | 1964 Marzo     | 610          | 710      | 590                       | 560      | 1.200     | 1.270    |
|                                 | Settembre      | 620          | 720      | 530                       | 550      | 1.150     | 1.270    |
|                                 | Dicembre       | 820          | 860      | 550                       | 650      | 1.370     | 1.510    |
|                                 | 1965 Marzo     | 730          | 890      | 550                       | 580      | 1.280     | 1.470    |
| Germania . . . . .              | 1963 Settembre | 270          | 570      | 100                       | 170      | 370       | 740      |
|                                 | 1964 Marzo     | 220          | 720      | 110                       | 130      | 330       | 850      |
|                                 | Settembre      | 290          | 620      | 70                        | 140      | 360       | 760      |
|                                 | Dicembre       | 440          | 640      | 70                        | 100      | 510       | 740      |
|                                 | 1965 Marzo     | 230          | 700      | 50                        | 110      | 280       | 810      |
| Giappone . . . . .              | 1963 Settembre | 1.820        | 1.660    | 370                       | 230      | 2.190     | 1.890    |
|                                 | 1964 Marzo     | 2.110        | 1.780    | 330                       | 300      | 2.440     | 2.080    |
|                                 | Settembre      | 2.230        | 2.020    | 390                       | 390      | 2.620     | 2.400    |
|                                 | Dicembre       | 2.380        | 2.210    | 350                       | 400      | 2.730     | 2.610    |
|                                 | 1965 Marzo     | 2.500        | 2.290    | 360                       | 400      | 2.860     | 2.690    |
| Italia . . . . .                | 1963 Settembre | 1.540        | 950      | 750                       | 400      | 2.290     | 1.350    |
|                                 | 1964 Marzo     | 1.240        | 780      | 580                       | 300      | 1.820     | 1.080    |
|                                 | Settembre      | 1.250        | 810      | 350                       | 270      | 1.600     | 1.080    |
|                                 | Dicembre       | 1.530        | 1.070    | 350                       | 310      | 1.880     | 1.380    |
|                                 | 1965 Marzo     | 1.340        | 800      | 430                       | 250      | 1.770     | 1.050    |
| Paesi Passi . . . . .           | 1963 Settembre | 270          | 440      | 90                        | 270      | 360       | 710      |
|                                 | 1964 Marzo     | 280          | 330      | 80                        | 220      | 360       | 550      |
|                                 | Settembre      | 300          | 270      | 150                       | 260      | 450       | 530      |
|                                 | Dicembre       | 360          | 390      | 150                       | 280      | 510       | 670      |
|                                 | 1965 Marzo     | 360          | 420      | 150                       | 300      | 510       | 720      |
| Regno Unito . . . . .           | 1963 Settembre | 3.160        | 2.970    | 450                       | 490      | 3.610     | 3.460    |
|                                 | 1964 Marzo     | 3.100        | 2.820    | 440                       | 520      | 3.540     | 3.340    |
|                                 | Settembre      | 3.890        | 3.220    | 430                       | 630      | 4.320     | 3.850    |
|                                 | Dicembre       | 4.380        | 3.700    | 490                       | 620      | 4.870     | 4.320    |
|                                 | 1965 Marzo     | 4.560        | 3.430    | 510                       | 680      | 5.070     | 4.110    |
| Svezia . . . . .                | 1963 Settembre | 80           | 150      | 40                        | 100      | 120       | 250      |
|                                 | 1964 Marzo     | 80           | 180      | 50                        | 140      | 130       | 320      |
|                                 | Settembre      | 110          | 200      | 80                        | 170      | 190       | 370      |
|                                 | Dicembre       | 110          | 230      | 50                        | 110      | 160       | 340      |
|                                 | 1965 Marzo     | 130          | 180      | 70                        | 110      | 200       | 290      |
| Svizzera <sup>3</sup> . . . . . | 1963 Settembre | 1.060        | 1.660    | -                         | -        | -         | -        |
|                                 | 1964 Marzo     | 1.220        | 1.960    | -                         | -        | -         | -        |
|                                 | Settembre      | 1.370        | 2.110    | 330                       | 490      | 1.700     | 2.600    |
|                                 | Dicembre       | 1.590        | 2.180    | 300                       | 500      | 1.890     | 2.680    |
|                                 | 1965 Marzo     | 1.370        | 2.210    | 320                       | 560      | 1.690     | 2.770    |
| Totale . . . . .                | 1963 Settembre | 9.210        | 9.330    | (3.000)                   | (3.050)  | (12.210)  | (12.380) |
|                                 | 1964 Marzo     | 9.240        | 9.590    | (2.850)                   | (2.880)  | (12.090)  | (12.470) |
|                                 | Settembre      | 10.350       | 10.290   | 2.870                     | 3.160    | 13.220    | 13.450   |
|                                 | Dicembre       | 12.030       | 11.640   | 2.910                     | 3.260    | 14.840    | 14.900   |
|                                 | 1965 Marzo     | 11.620       | 11.380   | 3.000                     | 3.250    | 14.620    | 14.610   |

<sup>1</sup> Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi. <sup>2</sup> Soltanto verso le banche. <sup>3</sup> Compresa le attività in eurodivise della BRL.

stima delle posizioni verso residenti (per le quali non sono disponibili dati completi), sembra che alla fine di marzo 1965 il volume netto del

**Banche commerciali di nove paesi: Passività e attività a breve  
in alcune valute estere verso non residenti,  
escluse le posizioni verso il paese di emissione della relativa valuta.**

| Paesi                           | Fine mese      | Dollari S.U.     |                  | Altre valute <sup>1</sup> |          | Totale    |          |
|---------------------------------|----------------|------------------|------------------|---------------------------|----------|-----------|----------|
|                                 |                | Passività        | Attività         | Passività                 | Attività | Passività | Attività |
| milioni di dollari S.U.         |                |                  |                  |                           |          |           |          |
| Belgio . . . . .                | 1963 Settembre | 280 <sup>2</sup> | 190              | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | 1964 Marzo     | 290 <sup>2</sup> | 220              | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | Settembre      | 220 <sup>2</sup> | 230 <sup>2</sup> | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | Dicembre       | 330              | 260              | 380                       | 60       | 710       | 320      |
|                                 | 1965 Marzo     | 350              | 300              | 300                       | 60       | 650       | 360      |
| Francia <sup>3</sup> . . . . .  | 1963 Settembre | 600              | 550              | 350                       | 380      | 950       | 930      |
|                                 | 1964 Marzo     | 590              | 540              | 350                       | 320      | 940       | 860      |
|                                 | Settembre      | 590              | 530              | 300                       | 330      | 890       | 860      |
|                                 | Dicembre       | 730              | 660              | 400                       | 340      | 1.130     | 1.000    |
|                                 | 1965 Marzo     | 660              | 660              | 320                       | 340      | 980       | 1.000    |
| Germania . . . . .              | 1963 Settembre | 220              | 320              | 50                        | 20       | 270       | 340      |
|                                 | 1964 Marzo     | 190              | 300              | 50                        | 20       | 240       | 320      |
|                                 | Settembre      | 260              | 200              | 50                        | 20       | 310       | 220      |
|                                 | Dicembre       | 390              | 170              | 40                        | 10       | 430       | 180      |
|                                 | 1965 Marzo     | 190              | 170              | 20                        | 20       | 210       | 190      |
| Giappone . . . . .              | 1963 Settembre | 300              | 300              | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | 1964 Marzo     | 250              | 340              | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | Settembre      | 330              | 510              | 100                       | 240      | 430       | 750      |
|                                 | Dicembre       | 350              | 550              | 100                       | 260      | 450       | 810      |
|                                 | 1965 Marzo     | 380              | 550              | 100                       | 230      | 480       | 780      |
| Italia . . . . .                | 1963 Settembre | 1.420            | 570              | 440                       | 230      | 1.860     | 800      |
|                                 | 1964 Marzo     | 1.060            | 450              | 330                       | 140      | 1.390     | 590      |
|                                 | Settembre      | 1.010            | 460              | 190                       | 120      | 1.200     | 580      |
|                                 | Dicembre       | 1.250            | 600              | 200                       | 160      | 1.450     | 760      |
|                                 | 1965 Marzo     | 1.030            | 650              | 230                       | 100      | 1.260     | 750      |
| Paesi Bassi . . . . .           | 1963 Settembre | 230              | 250              | 40                        | 50       | 270       | 300      |
|                                 | 1964 Marzo     | 240              | 230              | 40                        | 40       | 280       | 270      |
|                                 | Settembre      | 270              | 190              | 60                        | 60       | 330       | 250      |
|                                 | Dicembre       | 320              | 300              | 100                       | 100      | 420       | 400      |
|                                 | 1965 Marzo     | 300              | 340              | 90                        | 110      | 390       | 450      |
| Regno Unito . . . . .           | 1963 Settembre | 2.800            | 1.970            | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | 1964 Marzo     | 2.780            | 1.740            | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | Settembre      | 3.400            | 2.040            | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | Dicembre       | 3.850            | 2.490            | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | 1965 Marzo     | 4.060            | 1.970            | .                         | .        | .         | .        |
| Svezia . . . . .                | 1963 Settembre | 70               | 100              | 10                        | 20       | 80        | 120      |
|                                 | 1964 Marzo     | 70               | 90               | 10                        | 30       | 80        | 120      |
|                                 | Settembre      | 80               | 120              | 10                        | 30       | 90        | 150      |
|                                 | Dicembre       | 80               | 140              | 30                        | 30       | 110       | 170      |
|                                 | 1965 Marzo     | 90               | 100              | 40                        | 30       | 130       | 130      |
| Svizzera <sup>4</sup> . . . . . | 1963 Settembre | 920              | 1.330            | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | 1964 Marzo     | 1.060            | 1.530            | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | Settembre      | 1.210            | 1.710            | 180                       | 80       | 1.390     | 1.790    |
|                                 | Dicembre       | 1.440            | 1.610            | 160                       | 120      | 1.600     | 1.730    |
|                                 | 1965 Marzo     | 1.210            | 1.750            | 140                       | 160      | 1.350     | 1.910    |
| Totale . . . . .                | 1963 Settembre | 6.840            | 5.580            | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | 1964 Marzo     | 6.530            | 5.440            | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | Settembre      | 7.370            | 5.990            | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | Dicembre       | 8.740            | 6.780            | .                         | .        | .         | .        |
|                                 | 1965 Marzo     | 8.270            | 6.490            | .                         | .        | .         | .        |

<sup>1</sup> Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi. <sup>2</sup> Stime. <sup>3</sup> Soltanto verso le banche. <sup>4</sup> Comprende le attività in eurodivise della BRI.

mercato dell'eurodollaro possa essere valutato a circa \$9 miliardi, di cui poco più di \$7 miliardi in dollari S.U.

### Variazioni nelle posizioni globali.

Dal settembre 1963 alla fine di marzo 1965, il totale delle passività verso non residenti delle banche dichiaranti, in tutte le valute denunciate, è aumentato di \$2,4 miliardi, raggiungendo l'importo di \$14,6 miliardi. L'incremento si è verificato per intero nelle loro passività in dollari. Per quanto riguarda le attività, il quadro non è molto diverso. Praticamente tutto l'incremento nel totale delle attività è da riferire alle attività in dollari. Tanto in termini assoluti che relativi, le attività in dollari sono, tuttavia, aumentate meno delle passività in dollari. Le attività nelle altre valute possono essere cresciute di alquanto.

La posizione in dollari verso non residenti delle banche dichiaranti è passata da attività nette per \$120 milioni a passività nette per \$260 milioni. Parte di questa variazione potrebbe essere stata compensata da un miglioramento nella loro posizione netta nelle altre quattro valute.

Escluse le posizioni interbancarie all'interno dell'area dichiarante, si può calcolare che il totale delle passività in dollari delle banche dichiaranti verso non residenti sia aumentato durante questi diciotto mesi di circa \$2 miliardi e il totale delle attività in dollari di \$1,7 miliardi. Se si tralasciano anche le posizioni verso gli Stati Uniti, l'aumento delle passività in dollari è di poco più di \$1 miliardo e quello delle attività in dollari di \$0,6 miliardi.

**Totale delle posizioni in dollari a breve delle banche dichiaranti verso non residenti.**

| Fine mese                | Incluse le posizioni verso gli Stati Uniti |          |                 | Escluse le posizioni verso gli Stati Uniti |          |                 |
|--------------------------|--|----------|-----------------|--|----------|-----------------|
|                          | Passività                                  | Attività | Posizione netta | Passività                                  | Attività | Posizione netta |
| milioni di dollari       |  |          |                 |  |          |                 |
| Settembre 1963 . . . . . | 9.210                                      | 9.330    | + 120           | 6.840                                      | 5.580    | - 1.260         |
| Marzo 1964 . . . . .     | 9.240                                      | 9.590    | + 350           | 6.530                                      | 5.440    | - 1.090         |
| Settembre 1964 . . . . . | 10.350                                     | 10.290   | - 60            | 7.370                                      | 5.990    | - 1.380         |
| Dicembre 1964 . . . . .  | 12.030                                     | 11.640   | - 390           | 8.740                                      | 6.780    | - 1.960         |
| Marzo 1965 . . . . .     | 11.620                                     | 11.360   | - 260           | 8.270                                      | 6.490    | - 1.780         |

In base ai dati trimestrali riportati nella tabella che precede, si possono osservare tre distinte fasi. Dal settembre 1963 al marzo 1964 non sono state registrate notevoli variazioni nel volume delle posizioni in dollari sull'estero dei paesi dichiaranti. Difatti, se si escludono le posizioni verso gli Stati Uniti, le loro passività si sono lievemente ridotte da \$6,8 a 6,5 miliardi. Nei dodici mesi precedenti si era verificata una considerevole espansione del mercato dell'eurodollaro, dovuta principalmente ad un incremento assai cospicuo nell'indebitamento netto verso l'estero da parte delle banche italiane. Però, nell'agosto 1963, le autorità italiane invitarono le banche a ridurre tale indebitamento. Nell'assenza di elementi compensatori, questa decisione arrestò temporaneamente l'espansione del mercato. Altro elemento caratteristico di questo periodo è stato il fallimento di due importanti aziende commerciali che avevano fatto ricorso al mercato dell'eurodollaro per cospicui crediti.

La seconda fase ha avuto inizio nella primavera del 1964. Da questo momento sino a tutto dicembre, il mercato ha di nuovo continuato ad espandersi vigorosamente. Il totale delle passività in dollari è cresciuto da \$9,2 a 12 miliardi. Durante il secondo e terzo trimestre del 1964, elementi determinanti sono stati soprattutto le condizioni monetarie all'interno del Regno Unito nonché di alcuni paesi dell'Europa continentale. Nell'ultimo trimestre dell'anno, periodo in cui l'espansione del mercato dell'eurodollaro è stata particolarmente rapida, l'evoluzione è stata influenzata dalla crisi nella bilancia dei pagamenti britannica. Un altro fattore è l'aumento sia nelle passività che nelle attività verso gli Stati Uniti.

Negli ultimi nove mesi del 1964, l'espansione del mercato è stata pronunciata soprattutto nelle passività delle banche dichiaranti, sicchè la loro posizione netta globale è passata da attività per \$350 milioni in marzo a passività per \$390 milioni in dicembre 1964.

Sembra che una nuova fase nella storia del mercato abbia avuto inizio nel corso del primo trimestre del 1965. Il totale lordo delle passività in dollari delle banche dichiaranti ha subito una lieve flessione, da \$12 a 11,6 miliardi e il totale netto delle passività in dollari è sceso da \$390 a 260 milioni. Le misure adottate dal governo degli Stati Uniti nel febbraio 1965, per contenere il deflusso di capitali, hanno ridotto un'importante fonte di approvvigionamento di eurodollari. Nel primo trimestre del 1965, le passività lorde in dollari verso gli Stati Uniti delle banche europee dichiaranti sono diminuite di \$30 milioni, dopo essere aumentate di \$410 milioni dal marzo al dicembre 1964. Contemporaneamente le attività in dollari verso gli Stati Uniti delle banche europee dichiaranti, che nei nove mesi precedenti erano aumentate di \$490 milioni, nel primo trimestre del 1965 si sono ridotte di \$70 milioni. Senza un cospicuo incremento nei buoni del Tesoro americano detenuti dalle banche tedesche in base alle speciali facilitazioni di riporto offerte dalla Bundesbank, la contrazione nelle attività in dollari verso gli Stati Uniti delle banche europee dichiaranti sarebbe stata assai più accentuata.

#### **Variazioni nei singoli paesi dichiaranti.**

Dal settembre 1963 al marzo 1965, le passività nette in dollari delle banche britanniche sono cresciute di \$940 milioni e quelle delle banche dei Paesi Bassi di \$110 milioni. D'altro lato, le attività nette in dollari delle banche svizzere hanno registrato un'espansione di \$240 milioni, quelle delle banche tedesche di \$170 milioni e quelle delle banche belghe e francesi, in ciascun caso, di \$140 milioni.

Nel periodo sotto rassegna, le banche britanniche hanno contribuito in larga misura all'espansione del mercato dell'eurodollaro. Contemporaneamente, le loro passività nette in dollari sull'estero sono cresciute da \$190 a 1.130 milioni. L'incremento è stato in parte compensato da maggiori crediti netti in altre valute convertibili; tutte le posizioni a pronti sono state coperte sul mercato a termini.

**Variazioni nelle posizioni in dollari dei paesi dichiaranti  
verso non residenti, settembre 1963 - marzo 1965.**

| Banche dichiaranti               | Incluse le posizioni verso gli Stati Uniti |          |                 | Escluse le posizioni verso gli Stati Uniti |          |                 |
|----------------------------------|--|----------|-----------------|--|----------|-----------------|
|                                  | Passività                                  | Attività | Posizioni nette | Passività                                  | Attività | Posizioni nette |
| variazioni in milioni di dollari |  |          |                 |  |          |                 |
| Belgio . . . . .                 | + 40                                       | + 180    | + 140           | + 70*                                      | + 110*   | + 40*           |
| Francia . . . . .                | + 80                                       | + 220    | + 140           | + 60                                       | + 110    | + 50            |
| Germania . . . . .               | - 40                                       | + 130    | + 170           | - 30                                       | - 150    | - 120           |
| Giappone . . . . .               | + 680                                      | + 630    | - 50            | + 80                                       | + 250    | + 170           |
| Italia . . . . .                 | - 200                                      | - 150    | + 50            | - 390                                      | + 80     | + 470           |
| Paesi Bassi . . . . .            | + 90                                       | - 20     | - 110           | + 70                                       | + 90     | + 20            |
| Regno Unito . . . . .            | + 1.400                                    | + 460    | - 940           | + 1.260                                    | -        | - 1.260         |
| Svezia . . . . .                 | + 50                                       | + 30     | - 20            | + 20                                       | -        | - 20            |
| Svizzera . . . . .               | + 310                                      | + 550    | + 240           | + 290                                      | + 420    | + 130           |
| Totale variazioni . . .          | + 2.410                                    | + 2.030  | - 380           | + 1.430                                    | + 910    | - 520           |

\* Stime.

Una significativa attività che le banche londinesi, soprattutto le filiali delle banche americane a Londra, hanno svolto sul mercato dell'eurodollaro è consistita nel raccogliere depositi di dollari provenienti da paesi altri che gli Stati Uniti e avviarli verso gli stessi Stati Uniti. Questa è una delle cause per cui la loro posizione in dollari verso non residenti è costituita da cospicui crediti netti verso gli Stati Uniti e da notevoli passività nette verso tutti gli altri non residenti presi insieme. Dal settembre 1963 al marzo 1965, i loro crediti netti verso gli Stati Uniti sono passati da \$640 a 960 milioni e le loro passività nette verso altri non residenti da \$830 a 2.090 milioni. L'incremento nel divario fra queste due opposte posizioni nette indica che una crescente proporzione di dollari depositati a Londra era stata convertita in altre valute, soprattutto in sterline.

Il periodo decorso dal momento in cui il mercato dell'eurodollaro ha ripreso ad espandersi, cioè dalla primavera del 1964, può essere suddiviso in due fasi per quanto riguarda l'evoluzione delle posizioni delle banche britanniche. Nella prima fase, dal marzo al dicembre 1964, le passività e le attività sono aumentate rispettivamente di \$1.280 e 880 milioni. Nel primo trimestre del 1965, tuttavia, le passività hanno subito un ulteriore incremento di \$180 milioni, mentre le attività si sono ridotte di \$270 milioni. Negli ultimi nove mesi del 1964, le passività nette hanno pertanto registrato un'espansione di \$400 milioni e nei tre mesi successivi sono cresciute di altri \$450 milioni.

Dal marzo al dicembre 1964, le passività verso l'Europa occidentale sono aumentate di \$410 milioni, verso il Canada di \$360 milioni e verso gli Stati Uniti di \$220 milioni. I crediti verso l'Europa occidentale sono saliti di \$550 milioni (di cui \$400 milioni nell'ultimo trimestre, in parte per ragioni stagionali), verso gli Stati Uniti di \$140 milioni e verso il Giappone di \$110 milioni. I principali movimenti netti occorsi durante questo periodo sono quindi un incremento di circa \$450 milioni nelle passività

nette verso l'America settentrionale, da un lato e, dall'altro, crediti netti concessi per \$140 milioni all'Europa occidentale e per \$110 milioni al Giappone.

Nel primo trimestre del 1965, mentre la posizione netta globale ha continuato a muoversi nella stessa direzione di prima, si sono verificate importanti variazioni nella sua composizione geografica. Le passività verso l'Europa occidentale hanno presentato un incremento di \$230 milioni, mentre quelle verso Canada e Stati Uniti hanno subito una flessione di \$160 milioni. Contemporaneamente, i crediti verso l'Europa occidentale sono scesi di \$540 milioni, mentre quelli verso Stati Uniti e Canada hanno registrato un'espansione di \$240 milioni. La posizione netta verso l'Europa occidentale è quindi deteriorata di \$770 milioni, mentre verso l'America settentrionale è migliorata di \$400 milioni. Le misure adottate dagli Stati Uniti nel febbraio 1965 spiegano senza dubbio il miglioramento verso l'America settentrionale e parte della flessione nei crediti verso l'Europa occidentale. L'incremento nel totale netto delle passività in dollari rispecchia, da un lato, un riflusso stagionale dal Continente e, dall'altro, la scarsità di liquidità all'interno del paese.

Dopo il Regno Unito, le banche del Giappone occupano il secondo posto rispetto all'entità delle posizioni in dollari verso non residenti. Dal settembre 1963 al marzo 1965, il totale delle passività in dollari delle banche giapponesi verso non residenti è passato da \$1,8 a 2,5 miliardi e le loro attività da \$1,7 a 2,3 miliardi. Le loro posizioni in dollari, sia nell'attivo che nel passivo del bilancio, si riferiscono per la massima parte agli Stati Uniti; nel periodo indicato la loro posizione netta nei confronti di questo paese è deteriorata di \$220 milioni. La loro posizione verso il resto del mondo è migliorata di \$170 milioni; tale miglioramento è dovuto quasi per intero a prestiti concessi a paesi dell'Asia e dell'America latina.

Nel periodo sotto rassegna, le posizioni in dollari delle banche svizzere sono salite al terzo posto fra i nove paesi dichiaranti. Dal settembre 1963 al dicembre 1964, il totale delle passività è passato da \$1,1 a 1,6 miliardi e le attività (comprese le attività in eurodollari della BRI) da \$1,7 a 2,2 miliardi. La posizione creditoria netta rispetto agli Stati Uniti è migliorata di \$230 milioni, mentre si è avuto un deterioramento all'incirca dello stesso ammontare verso il resto del mondo. Nell'ultimo trimestre del 1964, i crediti netti delle banche svizzere sul Regno Unito hanno subito una contrazione di \$250 milioni e i crediti netti verso gli Stati Uniti sono aumentati di \$180 milioni. Le operazioni di fine anno possono spiegare parte del ritiro di dollari dal mercato di Londra, ma non il ritrasferimento di fondi verso gli Stati Uniti. Nel primo trimestre del 1965, si è verificata una variazione in senso opposto. I crediti netti sugli Stati Uniti sono diminuiti di \$120 milioni per effetto di una riduzione nelle attività. I crediti verso altri non residenti sono cresciuti di \$140 milioni e le passività hanno subito una flessione di \$230 milioni, sicchè la posizione netta è migliorata di \$370 milioni.

Come risultato delle limitazioni imposte dalle autorità italiane, dal settembre 1963 al dicembre 1964 le passività nette delle banche italiane verso

non residenti nelle cinque valute dichiarate sono diminuite di \$440 milioni. In dollari S.U., l'indebitamento netto è sceso di \$130 milioni, a causa di un incremento nelle attività. Si è avuto un miglioramento di \$200 milioni nella posizione netta accumulata fuori degli Stati Uniti, mentre i crediti netti verso gli Stati Uniti hanno subito una flessione di \$70 milioni. La contrazione nell'indebitamento verso l'estero delle banche italiane è stata assai più pronunciata nelle altre quattro valute dichiarate. Dal settembre 1963 al dicembre 1964 il totale delle passività è diminuito da \$750 a 350 milioni e la posizione netta è migliorata di \$310 milioni.

Nel primo trimestre del 1965, le passività valutarie nette delle banche italiane verso non residenti hanno ripreso ad espandersi. In dollari S.U., la posizione netta verso gli Stati Uniti è deteriorata di \$350 milioni, soprattutto perchè si sono ridotte le attività. La posizione netta fuori degli Stati Uniti è invece migliorata di \$270 milioni, principalmente per effetto di una riduzione delle passività. Le passività nette verso l'estero nelle altre valute dichiarate sono aumentate di \$140 milioni. Tuttavia, in contrasto con quanto è accaduto per i dollari, le passività lorde in queste valute hanno registrato un'espansione.

Durante il periodo sotto rassegna, le banche tedesche hanno accresciuto le loro attività nette in dollari verso l'estero di \$170 milioni. In pari tempo, si è avuto un cospicuo incremento nell'aliquota delle loro attività in dollari detenute negli Stati Uniti. Dal settembre 1963 al marzo 1965 il totale dei crediti in dollari delle banche verso non residenti ha subito un incremento di \$130 milioni, dato che le attività negli Stati Uniti sono cresciute di \$280 milioni e le altre attività hanno registrato una flessione di \$150 milioni. L'espansione nelle attività in dollari negli Stati Uniti è dovuta soprattutto all'introduzione, avvenuta nel marzo 1964, di speciali facilitazioni di riporto offerte dalla Bundesbank per investimenti in buoni del Tesoro americano da parte delle banche commerciali. Nel primo trimestre del 1965, gli averi delle banche in buoni del Tesoro americano hanno continuato ad espandersi, mentre gli altri loro crediti in dollari verso non residenti sono diminuiti di circa \$100 milioni.

Nel periodo in esame, le attività e passività in dollari verso non residenti (soltanto banche) delle banche francesi sono notevolmente cresciute. Fino a tutto dicembre 1964 le loro posizioni nette in dollari sono rimaste praticamente invariate. Nel primo trimestre del 1965, le loro attività nette in dollari sono passate tuttavia da \$40 a 160 milioni. Metà della variazione è da ascrivere ad una flessione nelle passività accumulate fuori degli Stati Uniti e la rimanenza ad un miglioramento della posizione nei confronti degli stessi Stati Uniti. Dal settembre 1963, sia le passività che le attività nelle altre valute dichiarate, sebbene ancora notevoli, si sono ridotte di \$80 milioni.

Dal settembre 1963 al marzo 1965, la posizione netta in dollari verso l'estero delle banche belghe è migliorata di \$140 milioni. La maggior parte di questa variazione è intervenuta durante il primo trimestre del 1965,

allorquando i loro crediti netti in dollari verso gli Stati Uniti sono aumentati di \$80 milioni. Nel periodo sotto rassegna, la posizione netta delle banche belghe verso non residenti, nelle altre quattro valute dichiarate, è invece peggiorata di \$250 milioni, mentre le loro passività sono raddoppiate: da \$280 a 560 milioni.

Dal settembre 1963 al marzo 1965, nei Paesi Bassi i crediti netti globali in dollari delle banche si sono contratti di \$110 milioni, soprattutto in seguito all'incremento delle passività. Nello stesso tempo, e in contrasto con quanto è accaduto in Germania, si è avuto un notevole spostamento di attività dagli Stati Uniti ad altri paesi. I crediti in dollari verso gli Stati Uniti sono diminuiti di \$110 milioni, mentre quelli verso altri non residenti sono cresciuti di \$90 milioni.

#### Fonti e impieghi degli eurodollari.

La seguente tabella riporta una ripartizione per aree geografiche delle passività e attività globali in dollari verso l'estero dei paesi europei dichiaranti alla fine di dicembre 1964. Non vi è compresa la posizione all'interno degli otto paesi europei, perchè essa non sarebbe confrontabile con gli altri dati della tabella, non essendo disponibili le statistiche sulle passività e attività delle singole banche dichiaranti verso i rispettivi residenti.

Per quanto riguarda i dollari provenienti da paesi altri che gli Stati Uniti, sembra che la maggiore fonte di approvvigionamento sia stata il Canada con \$890 milioni. Cospicui importi sono pure stati ottenuti da tutte le altre aree o paesi elencati nella tabella, con l'eccezione del gruppo di paesi dell'Europa orientale e del Giappone. Alla fine del 1964, questi ultimi erano i due debitori principali per \$460 milioni ciascuno e sulla base dei risultati netti sono stati gli unici debitori. Africa ed Asia (i principali componenti della voce "Altri paesi" nella tabella) nonché Medio Oriente sono stati

Banche europee dichiaranti: Posizioni in dollari fuori della propria area nel dicembre 1964.

| Verso / Posizione                    | Posizioni (al lordo) |          | Posizione netta |
|--------------------------------------|----------------------|----------|-----------------|
|                                      | Passività            | Attività |                 |
| milioni di dollari                   |                      |          |                 |
| Altri paesi dell'Europa occ. . . . . | 800                  | 380      | — 420           |
| Europa orientale . . . . .           | 260                  | 460      | + 200           |
| America latina . . . . .             | 610                  | 300      | — 310           |
| Canada . . . . .                     | 890                  | 430      | — 460           |
| Giappone . . . . .                   | 40                   | 460      | + 420           |
| Medio Oriente . . . . .              | 680                  | 110      | — 570           |
| Altri paesi . . . . .                | 740                  | 120      | — 620           |
| Totale . . . . .                     | 4.020                | 2.260    | — 1.760         |
| Stati Uniti . . . . .                | 1.250                | 3.200    | + 1.950         |
| Totale complessivo . . . . .         | 5.270                | 5.460    | + 190           |

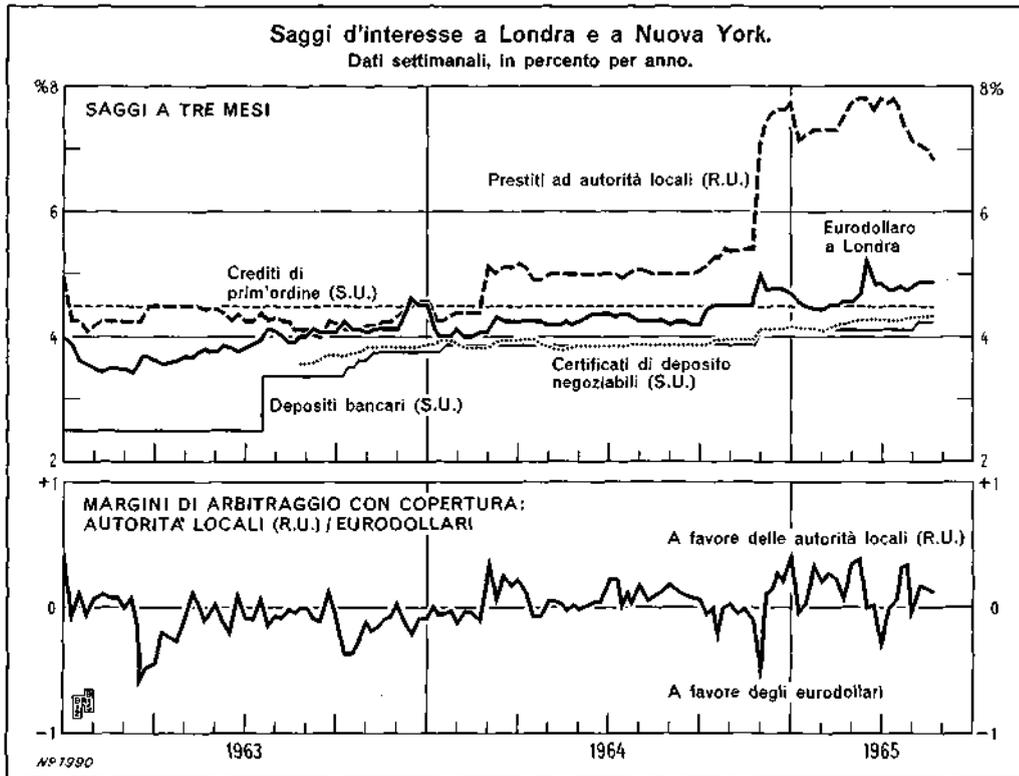
i maggiori fornitori netti di dollari. Unitamente all'America latina, queste aree hanno fornito un importo netto di dollari che supera di quasi due volte quello del Canada e degli "Altri paesi dell'Europa occidentale" sommati insieme. Buona parte dell'afflusso di dollari dall'Africa e dal Medio ed Estremo Oriente proviene, probabilmente, da grandi aziende americane e internazionali che operano in tali aree.

Alla fine del 1964, il totale delle passività nette in dollari degli otto sistemi bancari europei, esclusi la propria area nonché gli Stati Uniti, ammontava a \$1,8 miliardi. Queste passività sono state di alquanto più che compensate dai crediti netti sugli Stati Uniti. Dal marzo al dicembre 1964, periodo in cui il mercato dell'eurodollaro si stava espandendo rapidamente, le passività nette estere in dollari degli otto paesi europei dichiaranti accumulate fuori degli Stati Uniti sono cresciute di \$650 milioni, mentre i loro crediti netti in dollari sugli Stati Uniti hanno subito un incremento di soltanto \$100 milioni. Questo fatto mostra che i saldi netti in dollari da essi presi a prestito da paesi che non siano gli Stati Uniti non si bilanciano necessariamente con i saldi netti da essi impiegati negli Stati Uniti. La differenza è rappresentata soprattutto dalle operazioni in dollari che essi effettuano con i loro residenti (comprese le rispettive banche centrali) e dai dati emerge chiaramente che, dal marzo al dicembre 1964, le suddette banche hanno fatto ricorso netto al mercato dell'eurodollaro in misura cospicua per concedere prestiti a residenti.

#### **Saggi d'interesse.**

La notevole espansione del mercato dell'eurodollaro, che ha avuto inizio nella primavera del 1964, in un primo momento non è stata accompagnata da un aumento nei saggi per i depositi di eurodollari. A partire dalla fine del terzo trimestre del 1964 si è, tuttavia, verificato un forte movimento ascendente e nel marzo 1965 i saggi erano cresciuti di circa lo 0,5% rispetto a sei mesi prima. Per quanto riguarda la domanda, è stato l'inasprimento delle condizioni creditizie in Europa, soprattutto nel Regno Unito, a causare la tendenza all'insù. L'offerta, d'altro lato, è stata influenzata dapprima dall'incremento nei saggi d'interesse degli Stati Uniti occorso verso la fine del 1964 e successivamente dalle misure adottate per ridurre il deflusso di capitali americani.

L'aumento nei saggi massimi sui depositi pagabili dalle banche americane in base alla Disposizione Q, introdotto nel luglio 1963, e il concomitante incremento del saggio di sconto americano avevano spinto il saggio per i depositi di eurodollari a tre mesi al 4,25% nel settembre 1963. A prescindere da fluttuazioni stagionali, esso è rimasto a questo livello per circa un anno. Nell'ottobre 1964 le rinnovate pressioni esercitate dalla domanda in Europa hanno fatto salire il saggio al 4,5%. La crisi della sterlina e gli aumenti nei saggi di sconto britannico e americano, da cui è stata accompagnata, hanno spinto il suo livello temporaneamente al 5% in no-



vembre; poi esso è sceso al 4,75%. Nel febbraio 1965, i saggi per l'eurodollaro hanno ripreso un movimento ascendente e alla metà di marzo hanno raggiunto la punta massima del 5,25%, in seguito al ritiro di fondi americani dall'Europa. Sembra, tuttavia, che questo movimento abbia provocato il trasferimento di attività in dollari, europee e di altra provenienza, al mercato dell'eurodollaro, per poter profittare dell'aumento nei saggi, dato che il saggio per i depositi di eurodollari a tre mesi è sceso dopo poco tempo al 4<sup>7</sup>/<sub>8</sub>%. Verso la fine di maggio, tuttavia, il saggio è risalito al 5%.

Sul mercato dell'eurodollaro, le autorità locali britanniche hanno rappresentato uno degli elementi più importanti nel settore della domanda. Ogni qualvolta i loro saggi per il danaro a breve hanno superato i saggi corrispondenti per i depositi di eurodollari, con copertura, le banche hanno trovato vantaggioso accettare dollari in deposito e convertirli in sterline, allo scopo di concedere queste ultime in prestito alle autorità locali. Per la maggior parte dei primi cinque mesi del 1964 c'era poco da scegliere fra saggi sui depositi di eurodollari, con copertura, e saggi del danaro delle autorità locali britanniche, ma nel giugno 1964 ha incominciato a emergere un margine di arbitraggio, con copertura, a favore delle autorità locali, che si è protratto per tutto il terzo trimestre dell'anno. Questo margine spiega probabilmente perchè la massima parte della variazione registrata nel 1964 nella posizione netta in dollari delle banche britanniche sia occorsa durante quei mesi.

Nell'ottobre 1964, l'incremento nei saggi dell'eurodollaro ha spostato il margine di arbitraggio con copertura a favore dell'eurodollaro. In dicembre, tuttavia, quale effetto secondario dell'intervento della Banca d'Inghilterra sul mercato dei cambi a termine, il margine è tornato a favore delle autorità locali e tale è praticamente rimasto per tutto il primo trimestre del 1965, durante il quale le passività nette in dollari delle banche britanniche sono cresciute di \$450 milioni. Una riduzione stagionale nei saggi del danaro delle autorità locali ha spostato di nuovo il margine a favore dell'eurodollaro dalla metà di marzo alla metà di aprile. Successivamente, la diminuzione del costo della copertura a termine ha ancora una volta invertito la posizione fino a tutto maggio, allorché l'incremento dello sconto a termine della sterlina ha modificato la situazione a favore di Nuova York.

I margini fra saggi dell'eurodollaro e saggi d'interesse americani a breve ad essi assimilabili, che nel 1963 e all'inizio del 1964 si erano notevolmente ridotti, sono da allora ancora una volta aumentati senza, peraltro, raggiungere il livello che era prevalso per tutta la prima metà del 1963. Nel gennaio e febbraio 1964, il premio per l'interesse a tre mesi sui certificati di deposito delle banche americane è ammontato soltanto a circa lo 0,1% all'anno, ma è salito a circa lo 0,6% durante il quarto trimestre e durante l'aprile 1965 la sua media è stata di circa lo 0,5%.

Contemporaneamente, il divario fra i saggi relativi al credito ricevuto e a quello concesso dalle banche americane ha continuato a ridursi. I saggi massimi pagabili dalle banche americane in base alla Disposizione Q sono stati di nuovo aumentati in novembre 1964, dal 4 al 4,5% per i depositi ad oltre 90 giorni e dall'1 al 4% per i depositi a meno di 90 giorni. Inoltre, da tale data, il saggio per depositi di eurodollari a tre mesi ha superato il saggio del 4,5% per i crediti di prim'ordine concessi dalle banche americane. Finora, questi sviluppi non sembrano avere influito sul mercato dell'eurodollaro. Anzitutto, il saggio per i crediti di prim'ordine non rappresenta tutto il costo del credito; secondariamente, soltanto pochi debitori potenziali di eurodollari sono in condizione di pretendere l'applicazione di tale saggio; in terzo luogo, le nuove risorse che le banche americane possono prestare a non residenti sono state, dal febbraio 1965, assoggettate alla disciplina delle autorità monetarie americane.

## V. L'ACCORDO MONETARIO EUROPEO.

L'Accordo monetario europeo, che entrò in vigore il 27 dicembre 1958, presenta due caratteristiche principali: il Fondo europeo e il Sistema multilaterale di regolamenti. Esso funziona nel quadro dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico mediante il Consiglio dell'OCSE ed un Comitato di Direzione. Alla Banca dei Regolamenti Internazionali, che ne è l'Agente, è affidata l'esecuzione di tutte le operazioni finanziarie derivanti dall'Accordo.

In seguito alla revisione dell'Accordo effettuata durante il 1964, il Comitato di Direzione ha sottoposto al Consiglio dell'OCSE, alla fine dello stesso anno, un programma a grandi linee concernente l'esame di alcune modificazioni da apportare al funzionamento dell'Accordo. Il Consiglio ha accettato tale programma, quantunque esso sia da considerarsi non vincolante nè esauriente, incaricando il Comitato di sottoporre proposte dettagliate di riforma non oltre il 30 giugno 1965, in vista di una completa revisione dell'Accordo da eseguirsi, da parte dell'Organizzazione, prima del 30 settembre 1965. Per intanto, la durata dell'Accordo è stata prorogata senza modificazioni per un altro anno, cioè fino al 31 dicembre 1965.

Il presente capitolo tratta delle operazioni effettuate fino al 31 marzo 1965, nonché dell'amministrazione del Fondo europeo e del Sistema multilaterale di regolamenti.

### I. Operazioni in base all'Accordo.

#### *Fondo Europeo.*

A. CONCESSIONE E UTILIZZO DI CREDITI. I crediti concessi dal Fondo in essere dal marzo 1964 al marzo 1965, nonché il saggio d'interesse praticato sugli importi prelevati e la commissione per il servizio sugli importi non prelevati sono riportati nella tabella alla pagina seguente. Tutti gli importi vengono prelevati e devono essere rimborsati in oro. Dettagli sui crediti concessi in periodi precedenti sono riportati nel capitolo VI della trentaquattresima Relazione annuale della Banca.

A fine marzo 1964, la consistenza dei crediti ammontava a \$95 milioni.\* Questo importo era costituito dai crediti (terzo e quarto) concessi alla Turchia, che furono interamente prelevati. Con decorrenza dal 10 aprile 1964, alla Turchia è stato accordato un nuovo credito a breve di \$20 milioni. Esso è stato interamente prelevato il 17 aprile. Questo quinto credito è stato

\* Per ragioni di convenienza, il segno del dollaro (\$) è usato nel testo di questo capitolo, sia che l'importo a cui si riferisce riguardi dollari americani o oro, sia unità di conto AME.

rimborsato in quote mensili, ciascuna di \$5 milioni, fra la fine di novembre 1964 e la fine di febbraio 1965. Il primo rimborso mensile del quarto credito concesso alla Turchia, che scadeva il 31 ottobre 1964, è stato differito al 31 ottobre 1965, in conformità di una decisione del Consiglio dell'OCSE.

AME: Crediti concessi dal Fondo europeo.

|  | Credito concesso          | Durata del credito                               | Saggio d'interesse sugli importi prelevati | Commissione sugli importi non prelevati |
|--|---------------------------|--|--|---|
|  | milioni di unità di conto |  | percentuali annuali                        |   |
| Crediti rimborsati dal 31 marzo 1964<br>Turchia (3° credito; 1ª "tranche") | 20,0                      | Dal 1° aprile 1962<br>al 31 marzo 1965           | 3,75                                       | 0,25                                    |
| Turchia (5° credito) . . . . .   | 20,0                      | Dal 10 aprile 1964<br>alle date indicate sotto*  | 3,00                                       | 0,25                                    |
| Crediti disponibili al 31 marzo 1965<br>Turchia (3° credito; 2ª "tranche") | 25,0                      | Dal 1° agosto 1962<br>al 31 luglio 1965          | 3,75                                       | 0,25                                    |
| Turchia (4° credito) . . . . .   | 35,0                      | Dal 15 marzo 1963<br>alle date indicate sotto*   | 3,50                                       | 0,25                                    |
|  | 15,0                      | Dal 30 giugno 1963<br>alle date indicate sotto*  |  |   |
| Turchia (6° credito; 1ª "tranche")   | 20,0                      | Dal 31 marzo 1965<br>alle date indicate sotto*   | 3,75                                       | 0,25                                    |
| Credito concesso e non disponibile<br>a fine marzo 1965                    | 25,0                      | Dal 30 luglio 1965<br>alle date indicate sotto*  | 3,75                                       | 0,25                                    |
| Turchia (6° credito; 2ª e<br>successive "tranches") . . . . .              | 5,0                       | Dal 29 ottobre 1965<br>alle date indicate sotto* |  |   |
|  | 15,0                      | Dal 15 marzo 1966<br>alle date indicate sotto*   |  |   |
|  | 5,0                       | Dal 31 ottobre 1966<br>alle date indicate sotto* |  |   |

\* Il quinto credito doveva essere rimborsato in quattro rate, ciascuna di 5 milioni, alle date seguenti: 30 novembre 1964, 31 dicembre 1964, 31 gennaio 1965 e 28 febbraio 1965. Il quarto credito dovrà essere rimborsato nella misura e alle date seguenti: 10 milioni il 31 ottobre 1965, 15 milioni il 15 marzo 1966, 15 milioni il 31 ottobre 1966 e 10 milioni il 15 marzo 1967. Il sesto credito dovrà essere rimborsato come segue: dieci rate, ciascuna di 5 milioni, alle date seguenti: 30 giugno e 31 dicembre 1968; 31 marzo, 30 giugno, 30 settembre e 31 dicembre 1969; 31 marzo, 31 maggio, 29 luglio e 28 ottobre 1970; una rata di 15 milioni il 14 marzo 1971 ed una di 5 milioni il 30 ottobre 1971.

Con decisione del Consiglio, adottata il 30 marzo 1965, è stato concesso alla Turchia un sesto credito in diverse "tranches", per l'importo totale di \$70 milioni, allo scopo di consentire a questo paese di rimborsare parte dei suoi debiti verso il Fondo europeo che scadono fra il 1965 e il 1967. Gli importi e il periodo di disponibilità delle diverse "tranches" sono stati determinati in modo che i rimborsi, che dovranno essere effettuati dalla Turchia sul totale dei suoi debiti verso il Fondo europeo, ammonteranno a \$15 milioni nel 1965 (comprese le due quote, ciascuna di \$5 milioni, del quinto credito rimborsato alla fine di gennaio e febbraio 1965), a \$10 milioni, in ciascuno degli anni dal 1966 al 1968 ed a \$20 milioni, in ciascuno degli anni dal 1969 al 1971. La prima "tranche" di \$20 milioni è stata resa disponibile con decorrenza dal 31 marzo 1965. La seconda "tranche" di \$25 milioni e la terza "tranche" di \$5 milioni saranno rese disponibili a partire, rispettivamente, dal 30 luglio e dal 29 ottobre 1965.

La disponibilità della quarta "tranche", di \$15 milioni, con decorrenza dal 15 marzo 1966 e della quinta "tranche", di \$5 milioni, a partire dal 31 ottobre 1966 è soggetta ad un'ulteriore decisione, che il Comitato di Direzione prenderà a tempo debito.

La prima "tranche" di \$20 milioni è stata prelevata il 31 marzo 1965 ed utilizzata per rimborsare la prima "tranche", di pari ammontare, del terzo credito, il cui rimborso scadeva alla predetta data.

Fra il giugno 1959, quando venne effettuato il primo prelievo, e il marzo 1965, sono stati compiuti venti prelievi dai crediti accordati dal Fondo, per un totale di \$239,5 milioni; di questo importo sono stati rimborsati \$144,5 milioni. Alla fine di marzo 1965, l'ammontare netto prelevato, ovvero la consistenza dei crediti, era quindi di \$95 milioni.

AME: Utilizzo dei crediti concessi.

| Dopo le operazioni del mese | Turchia                     |          | Spagna                      |          | Islanda                     |          | Totali                      |          |                         |
|-----------------------------|-----------------------------|----------|-----------------------------|----------|-----------------------------|----------|-----------------------------|----------|-------------------------|
|                             | Disponibile e non prelevato | Prelievi | Totale crediti concessi |
| milioni di unità di conto   |                             |          |                             |          |                             |          |                             |          |                         |
| 1959                        |                             |          |                             |          |                             |          |                             |          |                         |
| Dicembre . .                | 0,5                         | 21,0     | 51,0                        | 24,0     | —                           | —        | 51,5                        | 45,0     | 96,5                    |
| 1960                        |                             |          |                             |          |                             |          |                             |          |                         |
| Dicembre . .                | 15,0                        | 21,5     | 76,0                        | 24,0     | 5,0                         | 7,0      | 96,0                        | 52,5     | 148,5                   |
| 1961                        |                             |          |                             |          |                             |          |                             |          |                         |
| Dicembre . .                | —                           | 50,0     | —                           | —        | 7,0                         | 5,0      | 7,0                         | 55,0     | 62,0                    |
| 1962                        |                             |          |                             |          |                             |          |                             |          |                         |
| Dicembre . .                | —                           | 80,0     | —                           | —        | 5,0                         | —        | 5,0                         | 80,0     | 85,0                    |
| 1963                        |                             |          |                             |          |                             |          |                             |          |                         |
| Febbraio . .                | —                           | 60,0     | —                           | —        | 5,0                         | —        | 5,0                         | 60,0     | 65,0                    |
| Marzo . . . .               | —                           | 95,0     | —                           | —        | —                           | —        | —                           | 95,0     | 95,0                    |
| 1964                        |                             |          |                             |          |                             |          |                             |          |                         |
| Aprile . . . .              | —                           | 115,0    | —                           | —        | —                           | —        | —                           | 115,0    | 115,0                   |
| Novembre . .                | —                           | 110,0    | —                           | —        | —                           | —        | —                           | 110,0    | 110,0                   |
| Dicembre . .                | —                           | 105,0    | —                           | —        | —                           | —        | —                           | 105,0    | 105,0                   |
| 1965                        |                             |          |                             |          |                             |          |                             |          |                         |
| Gennaio . . .               | —                           | 100,0    | —                           | —        | —                           | —        | —                           | 100,0    | 100,0                   |
| Febbraio . .                | —                           | 95,0     | —                           | —        | —                           | —        | —                           | 95,0     | 95,0                    |
| Marzo . . . .               | —                           | 95,0     | —                           | —        | —                           | —        | —                           | 95,0     | 95,0                    |

La tabella sull'utilizzo dei crediti concessi riporta la posizione dopo le operazioni (il quinto giorno feriale del mese successivo) per ciascun mese del 1963-65 in cui si sono verificate variazioni e dopo le operazioni di dicembre per gli anni precedenti. Per maggiori dettagli relativi al periodo precedente vedasi la trentaquattresima Relazione annuale, capitolo VI.

B. VERSAMENTO DEL CAPITALE. Non vi è stata alcuna richiesta di versamento di capitale sicchè, dal 7 marzo 1960, l'importo delle contribuzioni versate non ha subito variazioni ed è di \$38 milioni.

*Sistema multilaterale di regolamenti.*

In base all'Accordo, alla fine di ciascun mese determinati importi devono essere notificati per il regolamento attraverso il Sistema multilaterale. Gli importi, oggetto di regolamenti mensili, sono costituiti da saldi di mezzi di finanziamento temporaneo prelevati e da saldi derivanti da accordi bilaterali di pagamento, che prevedono margini di credito. I fondi che una banca centrale di un paese partecipante detiene nella moneta di un altro paese membro possono pure venire notificati se la banca detentrica lo ritiene opportuno.

Le operazioni di regolamento relative a ciascun mese vengono effettuate il quinto giorno feriale del mese successivo.

Nell'anno sotto rassegna non è stato prelevato alcun importo a titolo di finanziamento temporaneo e l'ultimo dei sette accordi bilaterali di pagamento inizialmente notificati, quello fra Grecia e Turchia, è scaduto con effetto dal 31 ottobre 1964. Da questa data, i paesi partecipanti non hanno più fatto ricorso al meccanismo dei regolamenti. Esso continua a svolgere la propria funzione prestando alle banche centrali dei paesi partecipanti una garanzia in dollari S.U. sui fondi in valuta di altri paesi membri, ogni qualvolta si verifica una variazione nel cambio all'acquisto o alla vendita della moneta interessata, come è stato dettagliatamente descritto in precedenti Relazioni annuali. Dall'entrata in vigore dell'Accordo, in tre occasioni sono stati notificati per il regolamento saldi iscritti sui conti fra banche centrali di paesi partecipanti. I saldi in questione vennero notificati in seguito alle variazioni che, nel novembre 1959, la Svezia apportò nei propri margini di cambio e alle svalutazioni introdotte dall'Islanda nel febbraio 1960 e nell'agosto 1961. In ciascun caso gli importi furono modesti.

Dall'entrata in vigore dell'Accordo, i pagamenti effettuati al, o dal Fondo, a titolo di regolamenti multilaterali sono ammontati a \$37,8 milioni.

**2. Amministrazione del Fondo europeo e del Sistema multilaterale di regolamenti.**

Il Comitato di Direzione vigila sull'esecuzione dell'Accordo e agisce in qualità di consulente del Consiglio dell'OCSE su tutti i problemi a esso connessi. Il Comitato segue anche attentamente la situazione economica e finanziaria generale dei paesi partecipanti sulla base di rapporti preparati dal Segretariato, dalle diverse commissioni dell'Organizzazione nonché, talvolta, da missioni speciali. Per espletare queste funzioni, il Comitato si riunisce quando è necessario, e, nel periodo recente, circa sei volte all'anno. Il Signor Hay è tuttora presidente del Comitato di Direzione.

La Banca dei Regolamenti Internazionali, nella sua qualità di Agente, presenta rapporti mensili sulle operazioni e sugli investimenti del Fondo europeo, nonché sul funzionamento del Sistema di regolamenti; essa trasmette inoltre mensilmente notizie al Comitato sui mercati internazionali dell'oro, dei cambi e dei capitali e sull'evoluzione delle riserve delle banche centrali.

Le operazioni del Fondo, descritte nelle pagine precedenti, si rispecchiano nelle situazioni dei conti riassunte nella tabella che segue.

AME: Riassunto delle situazioni dei conti del Fondo europeo.

| Dopo le operazioni del mese | Attivo          |                             |                      |                         | Totale della situazione | Passivo  |                       |
|-----------------------------|-----------------|-----------------------------|----------------------|-------------------------|-------------------------|----------|-----------------------|
|                             | Risorse liquide | Conto presso il Tesoro S.U. | Capitale non versato | Consistenza dei crediti |                         | Capitale | Conto entrate e spese |
| milioni di unità di conto   |                 |                             |                      |                         |                         |          |                       |
| Apertura . . . . .          | 113,0           | 123,5                       | 328,4                | 35,0                    | 600,0                   | 600,0    | —                     |
| 1959 Dicembre . . . . .     | 104,4           | 123,5                       | 302,9                | 80,0                    | 610,9                   | 607,5    | 3,4                   |
| 1960 Dicembre . . . . .     | 106,4           | 123,5                       | 297,9                | 87,5                    | 615,3                   | 607,5    | 7,8                   |
| 1961 Dicembre . . . . .     | 109,2           | 123,5                       | 297,9                | 87,8                    | 618,4                   | 607,5    | 10,9                  |
| 1962 Dicembre . . . . .     | 90,4            | 123,5                       | 297,9                | 110,5                   | 622,3                   | 607,5    | 14,8                  |
| 1963 Dicembre . . . . .     | 82,1            | 123,5                       | 297,9                | 123,1                   | 626,6                   | 607,5    | 19,1                  |
| 1964 Gennaio . . . . .      | 82,2            | 123,5                       | 297,9                | 123,1                   | 626,7                   | 607,5    | 19,2                  |
| Febbraio . . . . .          | 82,1            | 123,5                       | 297,9                | 123,1                   | 626,6                   | 607,5    | 19,1                  |
| Marzo . . . . .             | 81,6            | 123,5                       | 297,9                | 123,1                   | 626,2                   | 607,5    | 18,7                  |
| Aprile . . . . .            | 61,7            | 123,5                       | 297,9                | 143,1                   | 626,3                   | 607,5    | 18,8                  |
| Maggio . . . . .            | 61,8            | 123,5                       | 297,9                | 143,1                   | 626,3                   | 607,5    | 18,8                  |
| Giugno . . . . .            | 63,7            | 123,5                       | 297,9                | 143,1                   | 628,3                   | 607,5    | 20,8                  |
| Luglio . . . . .            | 63,5            | 123,5                       | 297,9                | 143,1                   | 628,0                   | 607,5    | 20,5                  |
| Agosto . . . . .            | 63,5            | 123,5                       | 297,9                | 143,1                   | 628,1                   | 607,5    | 20,6                  |
| Settembre . . . . .         | 63,6            | 123,5                       | 297,9                | 143,1                   | 628,2                   | 607,5    | 20,7                  |
| Ottobre . . . . .           | 63,7            | 123,5                       | 297,9                | 143,1                   | 628,3                   | 607,5    | 20,8                  |
| Novembre . . . . .          | 68,8            | 123,5                       | 297,9                | 138,1                   | 628,4                   | 607,5    | 20,9                  |
| Dicembre . . . . .          | 79,3            | 123,5                       | 297,9                | 130,6                   | 631,4                   | 607,5    | 23,9                  |
| 1965 Gennaio . . . . .      | 83,8            | 123,5                       | 297,9                | 125,6                   | 630,9                   | 607,5    | 23,4                  |
| Febbraio . . . . .          | 88,9            | 123,5                       | 297,9                | 120,6                   | 631,0                   | 607,5    | 23,5                  |
| Marzo . . . . .             | 89,1            | 123,5                       | 297,9                | 120,6                   | 631,2                   | 607,5    | 23,7                  |

La consistenza dei crediti è passata da \$35 milioni all'inizio del funzionamento dell'Accordo (crediti verso Norvegia e Turchia trasferiti dall'UEP) a \$123,1 milioni alla fine del 1963; di questo importo \$95 milioni costituivano prelievi effettuati su crediti concessi e \$28,1 milioni rappresentavano il saldo di crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia. Il totale toccò il massimo di \$143,1 milioni nell'aprile 1964, in seguito al prelievo del credito a breve, per l'importo di \$20 milioni, accordato alla Turchia; dal novembre 1964 al febbraio 1965, il totale si ridusse in conseguenza del rimborso del credito nonchè del quarto rimborso di ammortamento dei crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia.

Il prelievo del credito a breve è stato pagato interamente con le risorse liquide che, nell'anno terminato alla fine di marzo, sono cresciute di \$7,5 milioni.

Il pagamento degli interessi sulle contribuzioni versate è stato effettuato con lo stesso metodo adottato lo scorso anno, in base al quale, alla fine di ogni semestre, l'importo cumulativo degli interessi pagati a ciascun paese rappresenta il 90% della rispettiva partecipazione alle entrate nette. Gli interessi distribuiti per i due semestri del 1964 hanno portato l'importo cumulativo degli interessi, finora versati ai paesi membri, a \$4,4 milioni.

**PARTE III**  
**OPERAZIONI DELLA BANCA.**

**1. Operazioni del Dipartimento bancario.**

Il bilancio della Banca al 31 marzo 1965, certificato dai sindaci, è riprodotto alla fine della presente Relazione.

\*            \*  
                 \*

**BRI: Totali annuali del bilancio**  
(prima parte).

| Esercizi<br>finanziari<br>terminati<br>il 31 marzo | Totale<br>del bilancio | Variazione |
|--|------------------------|------------|
|  | milioni di franchi     |            |
| 1961   | 3.973                  | + 543      |
| 1962   | 4.732                  | + 759      |
| 1963   | 4.950                  | + 218      |
| 1964   | 5.778                  | + 828      |
| 1965   | 7.850                  | + 2.072    |

Il totale della prima parte del bilancio al 31 marzo 1965 ammonta a 7.850.380.538 franchi\* contro 5.777.990.295 franchi al 31 marzo 1964. Esso presenta pertanto un aumento di 2.072.390.243 franchi, che rispecchia la crescente attività della Banca nell'esecuzione dei compiti affidatili. Per l'esercizio 1963-64, l'incremento era stato di 827.921.441 franchi.

Dalla tabella può essere rilevato l'andamento della prima parte del bilancio negli ultimi cinque esercizi finanziari.

Nel bilancio non sono compresi: l'oro, gli effetti e gli altri titoli in custodia per conto delle banche centrali e di altri depositanti; le attività (oro in custodia, saldi bancari, effetti e altri titoli) detenute dalla Banca in qualità di Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (per quanto riguarda l'Accordo monetario europeo), di Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con l'Alta Autorità della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, nonchè di Fiduciario o Agente fiscale per il servizio di prestiti internazionali. Come è già stato fatto nel precedente bilancio, gli importi così amministrati sono raggruppati in calce all'attivo sotto la voce "Conti d'ordine (b)". Il loro ammontare è esposto nella tabella alla pagina seguente.

\* Qualora non sia indicato diversamente, tutti gli importi riportati in questa Parte sono espressi in franchi oro. Il metodo di conversione in franchi oro (unità di 0,290 322 58... grammi di oro fino, secondo l'articolo 5 degli Statuti) delle diverse valute che entrano in bilancio è quello stesso seguito per gli esercizi precedenti; la conversione è fatta sulla base dei cambi quotati per le diverse valute contro dollari e del prezzo ufficiale di vendita dell'oro da parte del Tesoro degli Stati Uniti alla data di chiusura dell'esercizio.

**BRI: Conti d'ordine (b).**

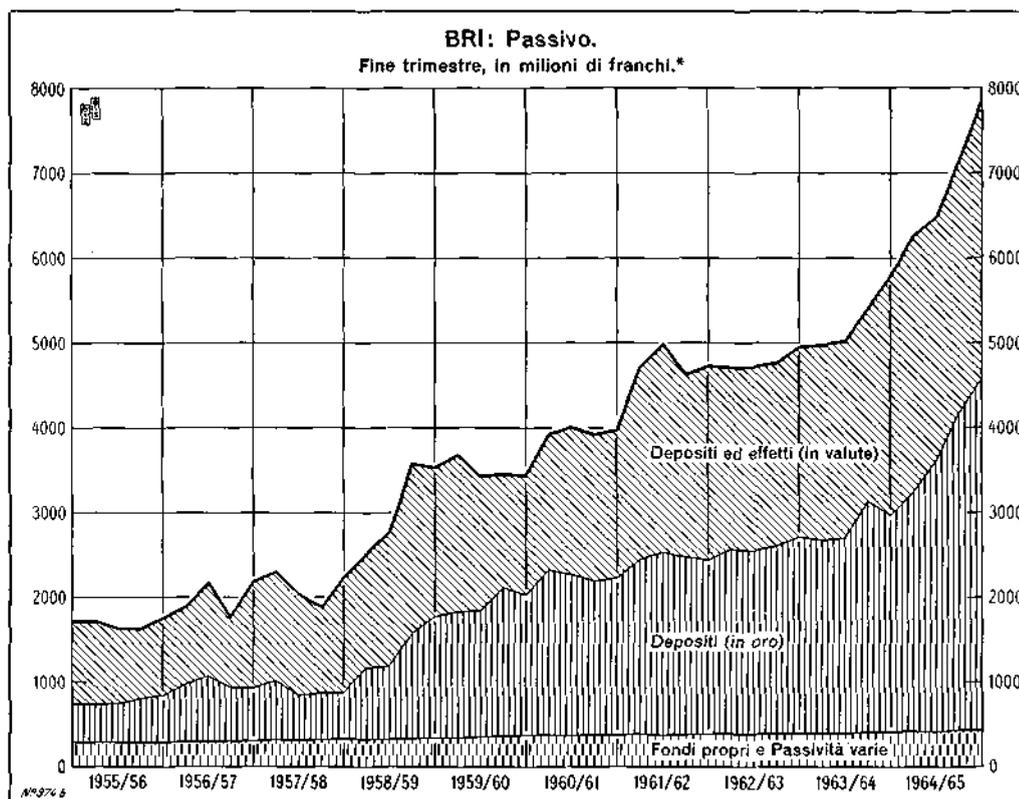
| Conti  | Fine esercizio     |              |
|--|--------------------|--------------|
|  | 1964               | 1965         |
|  | milioni di franchi |              |
| Oro in custodia . . . . .                        | 1.370              | 1.383        |
| Saldi bancari . . . . .                          | 36                 | 39           |
| Effetti e altri titoli . . . . .                 | 901                | 780          |
| <b>Totale dei conti non inclusi nel bilancio</b> | <b>2.307</b>       | <b>2.202</b> |

Nell'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 1965, il totale della prima parte della situazione mensile ha continuato ad aumentare. Dall'importo di 5.778 milioni, raggiunto il 31 marzo 1964, è salito a 6.167 milioni, il 31 maggio. Il livello di 7 miliardi è stato superato il 31 dicembre 1964 e, alla fine dell'anno finanziario il totale ha toccato l'importo di 7.850 milioni, il più elevato che sia stato registrato dalla fondazione della Banca.

**COMPOSIZIONE DELLE RISORSE (passivo).**

**A. Fondi propri.**

Il capitale azionario è rimasto invariato a 500 milioni di franchi, di cui è stato versato un importo di 125 milioni.



\* Prima parte della situazione dei conti.

Le riserve, costituite dal Fondo di riserva legale e dal Fondo generale di riserva, sono aumentate soltanto in misura modesta, da 25,4 milioni di franchi il 31 marzo 1964 a 25,8 milioni il 31 marzo 1965, avendo il Fondo di riserva legale raggiunto l'importo massimo fissato dagli Statuti, cioè il 10% del capitale versato. Il risultato delle operazioni dell'anno (vedasi più avanti, Sezione 6, "Risultati finanziari") è che, al 31 marzo 1965, il saldo del Conto profitti e perdite, nel quale sono compresi gli utili conseguiti nell'anno finanziario terminato il 31 marzo 1965 e il saldo riportato dall'esercizio precedente, ammontava a 31,3 milioni contro 25,1 milioni l'anno precedente. L'importo del conto "Accantonamenti per contingenze" è salito da 204 milioni il 31 marzo 1964 a 214,5 milioni un anno dopo. Per il conto "Partite varie", l'importo era di 28,8 milioni all'inizio dell'esercizio finanziario e di 36,9 milioni alla fine del medesimo.

Perciò, alla fine di marzo 1965, i fondi propri della Banca (comprese le "Partite varie") ammontavano a 433 milioni di franchi, ovvero a poco meno del 6% del totale dei fondi ricevuti in prestito (7.417 milioni) e a poco più del 5,5% del totale del bilancio alla stessa data (7.850 milioni). Queste percentuali non tengono conto del capitale non versato (375 milioni). Includendo anche quest'ultimo importo, le aliquote dei fondi propri della Banca in rapporto ai fondi ricevuti in prestito e al totale del bilancio ammonterebbero rispettivamente all'11 e al 10%.

La seguente tabella riporta gli importi e le percentuali corrispondenti ai fondi propri della Banca ed ai fondi da essa ricevuti in prestito alla fine di ciascuno degli ultimi cinque esercizi.

**BRI: Composizione delle risorse.**

| Fine esercizio     | Fondi propri | Fondi ricevuti<br>in prestito | Totale | Rapporto fra fondi propri     |                        |
|--------------------|--------------|-------------------------------|--------|-------------------------------|------------------------|
|                    |              |                               |        | fondi ricevuti<br>in prestito | totale<br>del bilancio |
| milioni di franchi |              |                               |        | percentuali                   |                        |
| 1961 . . . . .     | 370          | 3.603                         | 3.973  | 10                            | 9                      |
| 1962 . . . . .     | 379          | 4.353                         | 4.732  | 9                             | 8                      |
| 1963 . . . . .     | 389          | 4.561                         | 4.950  | 9                             | 8                      |
| 1964 . . . . .     | 408          | 5.370                         | 5.778  | 8                             | 7                      |
| 1965 . . . . .     | 433          | 7.417                         | 7.850  | 6                             | 6                      |

**B. Fondi ricevuti in prestito.**

Le seguenti tabelle riportano l'origine, la natura e il termine delle risorse della Banca.

Rispetto al 31 marzo 1964, i depositi delle banche centrali sono aumentati di oltre il 30% e quelli degli "Altri depositanti" di circa il 18%. La voce "Effetti" si riferisce a effetti emessi dalla Banca e ceduti a banche commerciali con il consenso degli istituti di emissione dei mercati interessati e, talvolta, dietro loro suggerimento. Questi titoli sono stilati nelle monete nazionali e sono a breve termine. Alla fine dell'esercizio erano stati emessi su tre diversi mercati.

**BRI: Origine delle risorse.**

| Origine                     | Fine esercizio |              | Variazione     |
|-----------------------------|----------------|--------------|----------------|
|                             | 1964           | 1965         |                |
| milioni di franchi          |                |              |                |
| Banche centrali . . . . .   | 4.590          | 6.034        | + 1.444        |
| Altri depositanti . . . . . | 780            | 919          | + 139          |
| Effetti . . . . .           | —              | 464          | + 464          |
| <b>Totale . . . . .</b>     | <b>5.370</b>   | <b>7.417</b> | <b>+ 2.047</b> |

Nel corso dell'anno finanziario, i depositi in oro sono cresciuti del 61%; i depositi in valute sono rimasti al livello del 31 marzo 1964. Mentre, all'inizio dell'esercizio, i depositi in oro rappresentavano il 48% del totale e i depositi in valute il 52%, al 31 marzo 1965 la posizione si era rovesciata e le proporzioni ammontavano rispettivamente al 56 e 38%, mentre il saldo del 6% era costituito da effetti.

**BRI: Natura e termini delle risorse.**

| Termine                   | Depositi in oro |              |                | Depositi in valute |              |             | Effetti        |            |              |
|---------------------------|-----------------|--------------|----------------|--------------------|--------------|-------------|----------------|------------|--------------|
|                           | Fine esercizio  |              | Variazione     | Fine esercizio     |              | Variazione  | Fine esercizio |            | Variazione   |
|                           | 1964            | 1965         |                | 1964               | 1965         |             | 1964           | 1965       |              |
| milioni di franchi        |                 |              |                |                    |              |             |                |            |              |
| A vista . . . . .         | 1.938           | 3.051        | + 1.113        | 44                 | 67           | + 23        | —              | —          | —            |
| Fino a tre mesi . . . . . | 583             | 982          | + 399          | 2.243              | 2.129        | — 114       | —              | 330        | + 330        |
| Da 3 a 6 mesi . . . . .   | —               | —            | —              | 455                | 446          | — 9         | —              | 88         | + 88         |
| Da 6 a 9 mesi . . . . .   | 21              | 72           | + 51           | —                  | 51           | + 51        | —              | 46         | + 46         |
| Da 9 a 12 mesi . . . . .  | 20              | 28           | + 8            | 21                 | 57           | + 36        | —              | —          | —            |
| A oltre un anno . . . . . | —               | —            | —              | 45                 | 70           | + 25        | —              | —          | —            |
| <b>Totale . . . . .</b>   | <b>2.562</b>    | <b>4.133</b> | <b>+ 1.571</b> | <b>2.808</b>       | <b>2.820</b> | <b>+ 12</b> | <b>—</b>       | <b>464</b> | <b>+ 464</b> |

L'incremento dei depositi in oro è dovuto soprattutto all'espansione dei conti a vista, che, nel corso dell'esercizio, sono aumentati del 57%. I depositi fino a tre mesi sono cresciuti del 68% e incrementi sono stati pure registrati nelle altre categorie di depositi.

Il totale dei depositi in oro è aumentato senza soste dall'inizio dell'esercizio fino alla fine di febbraio 1965. Si sono, tuttavia, verificate variazioni abbastanza ampie fra i depositi a vista e quelli vincolati. Per esempio, mentre, all'inizio dell'anno finanziario, il totale dei depositi fino a tre mesi ammontava a 583 milioni, esso è sceso a 209 milioni, il 31 ottobre, per poi risalire a 982 milioni, il 31 marzo 1965.

Come nell'esercizio precedente, il movimento nei depositi bancari in oro è stato spesso provocato dalla Banca stessa. Così, nella prima parte dell'anno finanziario, un determinato volume di depositi vincolati, che la Banca non era in grado di utilizzare temporaneamente, è stato convertito in depositi a vista. Successivamente, operazioni in senso inverso, di conversione di depositi a vista in depositi vincolati, hanno consentito alla Banca di disporre

di risorse che le hanno permesso, fra l'altro, di partecipare ad operazioni internazionali di assistenza monetaria.

I depositi in valute hanno registrato movimenti assai meno pronunciati. I depositi a vista sono rimasti, come di consueto, entro limiti relativamente ristretti (minimo 35 milioni, massimo 73 milioni); anche le fluttuazioni nel totale complessivo dei depositi vincolati non sono state considerevoli, in quanto hanno oscillato fra un minimo di 2.361 milioni ed un massimo di 2.824 milioni. Nuovi depositi di banche centrali con scadenza superiore a sei mesi hanno sostituito, per un importo press'a poco equivalente, depositi con scadenza fino a tre mesi.

UTILIZZO DELLE RISORSE (attivo).

La ripartizione degli averi della Banca, in base alla loro natura, è riportata nella tabella che segue.

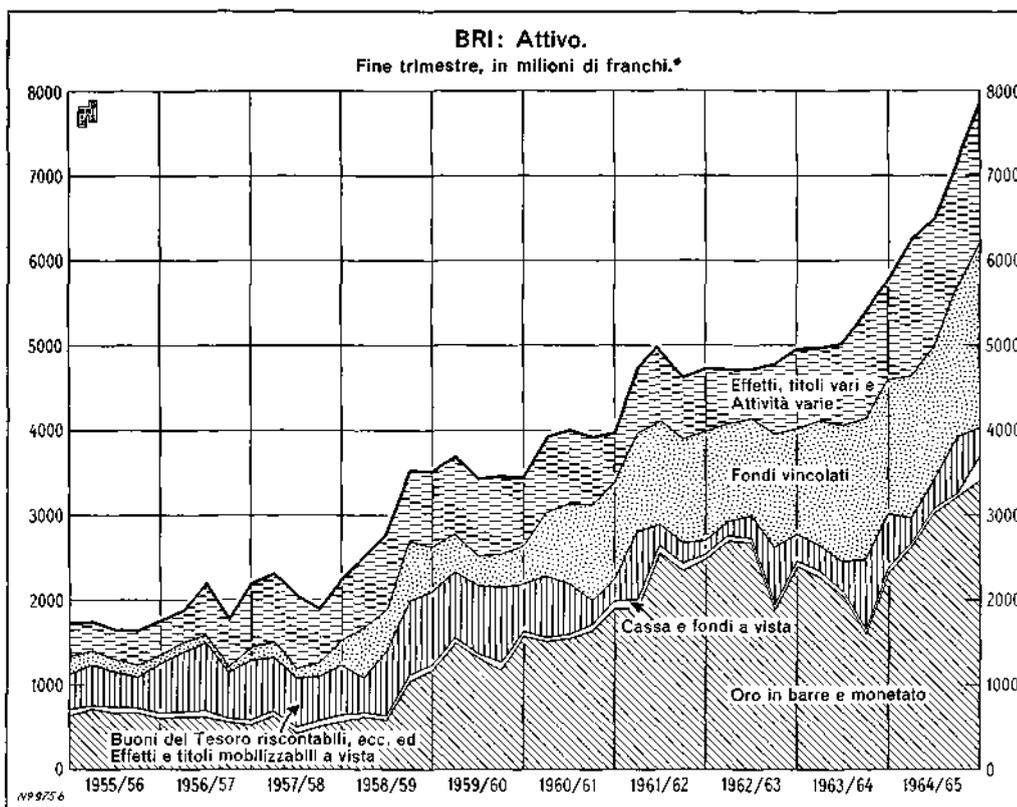
**BRI: Totale cassa e investimenti.**

| Natura              | Fine esercizio |       |       |       | Variazione |         |
|---------------------|----------------|-------|-------|-------|------------|---------|
|                     | 1964           |       | 1965  |       |            |         |
| milioni di franchi  |                |       |       |       |            |         |
| <b>Cassa</b>        |                |       |       |       |            |         |
| Oro . . . . .       | 2.318          |       | 3.398 |       | + 1.080    |         |
| Valute . . . . .    | 48             | 2.366 | 300   | 3.698 | + 252      | + 1.332 |
| <b>Investimenti</b> |                |       |       |       |            |         |
| Oro . . . . .       | 313            |       | 416   |       | + 103      |         |
| Valute . . . . .    | 3.030          | 3.343 | 3.667 | 4.083 | + 637      | + 740   |
| <b>Totale</b>       |                |       |       |       |            |         |
| Oro . . . . .       | 2.631          |       | 3.814 |       | + 1.183    |         |
| Valute . . . . .    | 3.078          | 5.709 | 3.967 | 7.781 | + 889      | + 2.072 |

L'andamento della posizione in oro della Banca può essere rilevato dalla tabella seguente che riporta i massimi e i minimi per l'esercizio finanziario.

**BRI: Posizione in oro.**

| Fine mese          | Posizione a pronti      |                 |                 |              | Operazioni a termine | Posizione netta finale |
|--------------------|-------------------------|-----------------|-----------------|--------------|----------------------|------------------------|
|                    | Oro in barre e monetato | Impieghi in oro | Depositi in oro | Saldo netto  | Saldo netto          |                        |
| milioni di franchi |                         |                 |                 |              |                      |                        |
| <b>1964</b>        |                         |                 |                 |              |                      |                        |
| Marzo . . . .      | 2.318                   | 313 (min.)      | 2.562 (min.)    | 69           | 245                  | 314                    |
| Aprile . . . .     | 2.128 (min.)            | 314             | 2.693           | - 251        | 569                  | 318                    |
| Giugno . . . .     | 2.622                   | 321             | 2.820           | 123          | 183                  | 306 (min.)             |
| Agosto . . . .     | 2.964                   | 361             | 3.034           | 291 (mass.)  | 21 (min.)            | 312                    |
| <b>1965</b>        |                         |                 |                 |              |                      |                        |
| Febbraio . . .     | 3.325                   | 409             | 4.222 (mass.)   | - 488 (min.) | 817 (mass.)          | 329                    |
| Marzo . . . .      | 3.398 (mass.)           | 416 (mass.)     | 4.133           | - 319        | 651                  | 332 (mass.)            |



\* Prima parte della situazione dei conti.

Come già nell'anno finanziario precedente, le diverse voci che concorrono a formare la posizione in oro della Banca hanno subito fluttuazioni particolarmente ampie. Gli averi in barre della Banca hanno continuato a crescere senza interruzione dal 30 aprile 1964, sicchè, per l'intero esercizio, l'incremento è ammontato a 1.080 milioni. Siccome gli impieghi in oro effettuati dalla Banca sono passati da 313 a 416 milioni, le sue attività in oro (barre e impieghi) sono aumentate complessivamente di 1.183 milioni.

Il saldo netto delle operazioni a termine si è mantenuto costantemente positivo durante l'anno finanziario. Questa situazione è, in ampia misura, dovuta alla conclusione di operazioni che hanno comportato vendite a termine di valute contro oro. La maggior parte di queste operazioni era a breve termine; esse sono state particolarmente considerevoli da novembre fino alla fine dell'esercizio.

Sulla ripartizione dell'attivo della Banca, secondo i termini, occorre fare le seguenti osservazioni.

A. Cassa, portafoglio riscontabile ed effetti mobilizzabili a vista.

I movimenti verificatisi nel conto "Oro in barre e monetato" (che consisteva interamente di oro in barre) sono già stati commentati.

Il totale del conto "Cassa in contanti e in conti a vista presso banche" era di 48 milioni all'inizio dell'esercizio. Ha continuato ad aggirarsi su questo livello (raggiungendo il massimo di 52 milioni il 31 gennaio 1965) fino al 28 febbraio 1965 (quando ha toccato il minimo di 39 milioni). Al 31 marzo era salito a 300 milioni, in seguito ad operazioni relative a impegni di riporto che hanno procurato alla Banca un volume assai cospicuo di fondi a vista.

Al 31 marzo 1965, il totale degli averi in oro e valute della Banca costituiva il 47% del totale della prima parte del bilancio contro il 41% dell'anno precedente.

Il portafoglio "Buoni del Tesoro riscontabili" della Banca ha registrato fluttuazioni assai ampie. Il totale, che all'inizio dell'esercizio ammontava a 574 milioni, ha raggiunto il minimo di 222 milioni, il 31 agosto 1964; poi ha cominciato a salire e, il 31 dicembre, ha toccato il suo massimo, con 598 milioni; a fine esercizio era sceso a 270 milioni. Questi ampi movimenti sono da attribuire, in parte, ad operazioni relative a impegni di riporto effettuate nel quadro della cooperazione fra banche centrali. La Banca ha, inoltre, fatto largo uso delle possibilità di mobilitazione offerte da questo tipo di impieghi.

I movimenti nel conto "Effetti e titoli mobilizzabili a vista" si sono mantenuti entro limiti assai ristretti. Difatti, il totale, che all'inizio dell'esercizio ammontava a 69 milioni, non è mai stato superiore a tale livello e non è mai sceso al disotto di 62 milioni (minimo registrato il 31 dicembre 1964). Il 31 marzo 1965 era di 63 milioni.

All'inizio dell'anno finanziario, il totale degli impieghi a vista e mobilizzabili della Banca, che comprende le varie voci summenzionate, ammontava quindi a 3.009 milioni di franchi e rappresentava il 52% della prima parte del bilancio. Il 31 marzo 1965, le cifre corrispondenti erano, rispettivamente, 4.031 milioni di franchi e 51%. Durante questo periodo, l'aliquota dei depositi a vista è passata dal 34 al 40%. Il rapporto di liquidità della Banca rimane dunque particolarmente elevato.

## B. Depositi vincolati e impieghi.

Come nell'esercizio precedente, una parte considerevole delle nuove risorse in valuta, che sono affuite alla Banca a titolo di depositi o in seguito ad operazioni relative a impegni di riporto, è stata investita in depositi vincolati e anticipazioni o di altri effetti e titoli.

Il totale del conto "Depositi vincolati e anticipazioni", che, il 31 marzo 1964, ammontava a 1.594 milioni, il 31 maggio era sceso a 1.457 milioni. Dopo essere rimasto ad un livello lievemente superiore fin verso la fine dell'anno, all'inizio del 1965 ha registrato un incremento abbastanza cospicuo, sicchè il 31 marzo 1965 era di 2.191 milioni.

Il totale del conto "Altri effetti e titoli" ha registrato fluttuazioni alquanto diverse. Difatti, il 31 marzo 1964, con 1.106 milioni, esso corrispondeva al minimo dell'esercizio, mentre il massimo, di 1.659 milioni, è stato raggiunto alla fine del mese seguente. I movimenti che si sono verificati successivamente in questo conto sono stati un poco meno pronunciati e, a fine esercizio, il totale ammontava a 1.559 milioni.

La tabella che segue indica la ripartizione degli impieghi della Banca sotto il profilo della scadenza e pone a confronto la loro composizione all'inizio e alla fine dell'esercizio finanziario.

**BRI: Depositi vincolati e anticipazioni e Altri effetti e titoli.**

| Periodi                   | Fine esercizio     |              | Variazione     |
|---------------------------|--------------------|--------------|----------------|
|                           | 1964               | 1965         |                |
|                           | milioni di franchi |              |                |
| Fino a tre mesi . . . . . | 1.774              | 2.795        | + 1.021        |
| Da 3 a 6 mesi . . . . .   | 742                | 639          | - 103          |
| Da 6 a 9 mesi . . . . .   | 63                 | 63           | -              |
| Da 9 a 12 mesi . . . . .  | 57                 | 111          | + 54           |
| A oltre un anno . . . . . | 64                 | 142          | + 78           |
| <b>Totale . . . . .</b>   | <b>2.700</b>       | <b>3.750</b> | <b>+ 1.050</b> |

L'incremento nel totale sopra indicato è da attribuire, quasi per intero, all'aumento dei fondi vincolati investiti con scadenza fino a tre mesi; la contrazione negli impieghi con scadenza da tre a sei mesi è stata approssimativamente compensata dall'espansione in quelli con scadenza superiore a nove mesi. Come si era già verificato alla fine dell'anno finanziario precedente, queste partite comprendono un cospicuo volume di fondi che possono essere mobilizzati con brevissimo preavviso.

Per quanto riguarda gli impieghi con scadenza superiore a sei mesi, il cui totale è lievemente aumentato, il 31 marzo 1964 la loro aliquota sui totali riportati nella tabella che precede era del 7% contro l'8% il 31 marzo 1965.

\* \* \*

Le principali caratteristiche dello sviluppo dell'attività della Banca, menzionate nell'ultima Relazione annuale - un aumento delle risorse affidate, soprattutto in oro, e un costante incremento degli impegni di riporto in valute e in oro contro valute - hanno, anche nello scorso esercizio, costituito la base per un'ulteriore e assai notevole espansione delle sue operazioni. La Banca ha, inoltre, proceduto alla emissione e vendita di effetti che figurano, nel bilancio al 31 marzo 1965, per 464 milioni.

Nel 1964-65, le operazioni della Banca hanno raggiunto un importo equivalente a 72,2 miliardi di franchi contro 58,9 miliardi nel 1963-64 e 38,6 miliardi nel 1962-63.

Mentre si è registrato un ulteriore incremento, sia nel numero che nel volume, degli impegni di riporto in valute, soprattutto nel quadro di operazioni internazionali, anche le transazioni in oro hanno subito un aumento notevole; queste ultime avevano già presentato una ripresa molto accentuata nel precedente esercizio. A prescindere dalle normali operazioni di acquisto e vendita di oro, la Banca ha effettuato un numero crescente di transazioni relative a impegni di riporto in oro contro valute con altre banche centrali. Queste transazioni hanno consentito alla Banca di prestare la sua assistenza a conversioni di valute ed operazioni creditizie eseguite nel quadro della cooperazione fra autorità monetarie.

La Banca ha, inoltre, realizzato permutate geografiche di oro per cospicui importi a vantaggio dei propri membri.

Gli elevati profitti conseguiti nell'ultimo esercizio sono stati il risultato di fattori diversi, ma possono, in linea generale, essere attribuiti all'espansione delle risorse della Banca.

La seconda parte del bilancio comprende, come per gli esercizi precedenti, soltanto le partite attive e passive risultanti dall'esecuzione degli Accordi dell'Aja del 1930, il cui totale non ha subito alcun cambiamento ed è rimasto pertanto di 297.200.598 franchi.

## **2. Le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente per il servizio di prestiti internazionali.**

In conformità degli accordi in vigore, nell'anno sotto rassegna la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Agente finanziario dei Fiduciari per le nuove obbligazioni del Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes), nonché di Fiduciario per le nuove obbligazioni del Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young), che sono state emesse dal governo della Repubblica federale tedesca, in applicazione dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953.

Per il Prestito Dawes, l'esercizio finanziario 1964-65 si è chiuso il 15 aprile 1965 e per il Prestito Young, il 1° giugno 1965. Gli interessi per l'esercizio 1964-65 sono ammontati a un importo equivalente a circa 12,7 milioni di franchi per il Prestito Dawes e ad un importo equivalente a circa 37 milioni di franchi per il Prestito Young; essi sono stati debitamente versati alla Banca, che ha provveduto a ripartirli fra gli Agenti nazionali. Durante l'esercizio finanziario 1964-65, i rimborsi per entrambi i prestiti sono stati effettuati, in parte, mediante acquisti di obbligazioni sul mercato e, in parte, mediante sorteggio.

Non è stato ancora deciso se la garanzia di cambio annessa al Prestito Young ai termini dell'Accordo di Londra sia applicabile nel caso della rivalutazione del DM, introdotta nel 1961. Il problema è allo studio presso i governi dei paesi in cui sono state effettuate emissioni del prestito.

**Prestito estero tedesco 1924**  
(Prestito Dawes).

| Emissione                       | Valuta  | Valore nominale     |   |           |            |
|---------------------------------|---------|---------------------|---|-----------|------------|
|                                 |         | Obbligazioni emesse | Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari |           | Saldo      |
|                                 |         |                     | dal 1958-1959 al 1963-64  | 1964-65   |            |
| <b>Obbligazioni convertite</b>  |         |                     |   |           |            |
| Americana . . .                 | \$      | 44.095.000          | 9.307.000   | 1.837.000 | 32.951.000 |
| Belga . . . . .                 | £       | 583.100             | 89.500  | 16.600    | 477.000    |
| Britannica . . .                | £       | 8.276.400           | 1.272.600   | 230.500   | 6.773.300  |
| Francese . . . .                | £       | 1.927.200           | 292.400   | 53.400    | 1.581.400  |
| Olandese . . . .                | £       | 1.319.100           | 183.400   | 38.000    | 1.097.700  |
| Svedese . . . . .               | cor.sv. | 14.209.000          | 1.994.000   | 385.000   | 11.830.000 |
| Svizzera . . . . .              | £       | 1.130.500           | 169.700   | 31.600    | 929.200    |
| Svizzera . . . . .              | fr.sv.  | 8.251.000           | 1.127.000   | 222.000   | 6.902.000  |
| <b>Obbligazioni consolidate</b> |         |                     |   |           |            |
| Americana . . .                 | \$      | 8.204.000           | 1.429.000   | 223.000   | 6.552.000  |
| Belga . . . . .                 | £       | 157.700             | 28.500  | 4.400     | 124.800    |
| Britannica . . .                | £       | 2.231.800           | 397.300   | 61.300    | 1.773.200  |
| Francese . . . .                | £       | 498.300             | 89.700  | 13.800    | 394.800    |
| Olandese . . . .                | £       | 290.800             | 44.400  | 8.400     | 238.000    |
| Svizzera . . . . .              | £       | 115.000             | 19.800  | 3.400     | 91.800     |
| Svizzera . . . . .              | fr.sv.  | 415.000             | 68.000  | 11.000    | 336.000    |

**Prestito internazionale del Governo tedesco 1930**  
(Prestito Young).

| Emissione                       | Valuta   | Valore nominale*    |   |           |             |
|---------------------------------|----------|---------------------|---|-----------|-------------|
|                                 |          | Obbligazioni emesse | Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari |           | Saldo       |
|                                 |          |                     | dal 1958-59 al 1963-64  | 1964-65   |             |
| <b>Obbligazioni convertite</b>  |          |                     |   |           |             |
| Americana . . .                 | \$       | 55.416.000          | 3.796.000   | 746.000   | 50.874.000  |
| Belga . . . . .                 | fr.belgi | 202.694.000         | 13.926.000  | 2.656.000 | 186.112.000 |
| Britannica . . .                | £        | 17.701.600          | 1.203.600   | 231.200   | 16.266.800  |
| Francese . . . .                | fr.fr.   | 444.906.000         | 30.218.000  | 5.845.000 | 408.843.000 |
| Olandese . . . .                | florini  | 52.411.000          | 3.447.000   | 715.000   | 48.249.000  |
| Svedese . . . . .               | cor.sv.  | 92.763.000          | 6.342.000   | 1.213.000 | 85.208.000  |
| Svizzera . . . . .              | fr.sv.   | 58.379.000          | 4.003.000   | 764.000   | 53.612.000  |
| Tedesca . . . . .               | DM       | 14.467.000          | 976.000   | 189.000   | 13.302.000  |
| <b>Obbligazioni consolidate</b> |          |                     |   |           |             |
| Americana . . .                 | \$       | 8.994.000           | 627.000   | 111.000   | 8.256.000   |
| Belga . . . . .                 | fr.belgi | 45.643.000          | 3.220.000   | 571.000   | 41.852.000  |
| Britannica . . .                | £        | 4.223.500           | 295.500   | 52.700    | 3.875.300   |
| Francese . . . .                | fr.fr.   | 98.031.000          | 6.687.000   | 1.221.000 | 90.129.000  |
| Olandese . . . .                | florini  | 8.464.000           | 572.000   | 115.000   | 7.777.000   |
| Svedese . . . . .               | cor.sv.  | 6.014.000           | 422.000   | 75.000    | 5.517.000   |
| Svizzera . . . . .              | fr.sv.   | 1.405.000           | 98.000  | 17.000    | 1.290.000   |
| Tedesca . . . . .               | DM       | 413.000             | 29.000  | 5.000     | 379.000     |

\* Valore nominale al 1° maggio 1965, determinato in conformità delle disposizioni dell'Accordo di Londra per i debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953, ma senza tener conto della rivalutazione del DM introdotta nel marzo 1961.

La situazione dei Prestiti Dawes e Young può essere desunta dalle tabelle alla pagina precedente.

La Banca svolge anche le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni convalidate del Prestito internazionale del Governo austriaco 1930, nonché per le cedole di questo prestito che la Repubblica federale tedesca si è assunta di pagare nella misura del 75% del valore nominale. In entrambi i casi, le operazioni sono state eseguite in conformità dei rispettivi accordi.

La situazione per quanto riguarda le obbligazioni convalidate e il loro rimborso è indicata nella seguente tabella.

**Prestito internazionale del Governo austriaco 1930.**

| Emissione        | Valuta | Valore nominale          |   |         | Saldo     |
|------------------|--------|--------------------------|---|---------|-----------|
|                  |        | Obbligazioni convalidate | Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari |         |           |
|                  |        |                          | dal 1959 al 1963  | 1964    |           |
| Americana . . .  | \$     | 1.667.000                | 316.000   | 70.000  | 1.281.000 |
| Anglo-Olandese . | £      | 856.600                  | 158.700   | 34.300  | 663.600   |
| Svizzera . . . . | fr.sv. | 7.102.000                | 1.108.000   | 246.000 | 5.748.000 |

**3. La Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con l'Alta Autorità della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio.**

Ai termini di un contratto, stipulato il 28 novembre 1954 con l'Alta Autorità della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, la Banca ha continuato a esercitare le funzioni di Terzo Designato per i prestiti dell'Alta Autorità, garantiti ai sensi del contratto medesimo.

L'importo globale dei prestiti garantiti era, originariamente, equivalente a circa 817 milioni di franchi. I rimborsi effettuati dall'Alta Autorità fino al 1° aprile 1965 sono ammontati all'equivalente di circa 213 milioni di franchi, che riduce la consistenza attuale dei prestiti all'equivalente di circa 604 milioni di franchi. La tabella che segue riporta i particolari dei prestiti.

L'Alta Autorità ha utilizzato i gettiti dei prestiti per concedere crediti nei paesi membri della CECA.

Durante l'anno sotto rassegna, la Banca dei Regolamenti Internazionali ha ricevuto dai debitori e distribuito agli Agenti nazionali l'equivalente di circa 32 milioni di franchi per interessi e l'equivalente di circa 39 milioni di franchi per rimborsi. I rimborsi anticipati da parte di singole imprese sono stati utilizzati dall'Alta Autorità, in parte, per ridurre la consistenza dei prestiti ricevuti e, in parte, per erogare nuovi crediti.

In conformità del citato contratto, l'Alta Autorità ha anche emesso prestiti non garantiti, ma per tali prestiti la Banca non svolge alcuna funzione.

Prestiti garantiti dell'Alta Autorità della CECA.

| Serie dei titoli garantiti della Alta Autorità | Date di emissione | Paesi di emissione | Creditori   | Ammontare dei prestiti                    | Importi da rimborsare al 1° aprile 1965 | Saggio d'interesse % | Scadenze dei prestiti |
|--|-------------------|--------------------|---|---|---|----------------------|-----------------------|
| 1 <sup>a</sup>                                 | 1954              | Stati Uniti        | Governo S.U.  | \$ 100.000.000                            | 76.800.000                              | 3 7/8                | 1979                  |
| 2 <sup>a</sup>                                 | 1955              | Belgio             | Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brusselle                         | Fr.belgi 200.000.000                      | 160.800.000                             | 3 1/2                | 1982                  |
| 3 <sup>a</sup>                                 | 1955              | Germania           | Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf                      | DM 25.000.000                             | 18.780.000                              | 3 3/4                | 1981                  |
|  |                   |                    | Landesbank für Westfalen (Girozentrale), Münster                            | DM 25.000.000                             | 18.780.000                              | 3 3/4                | 1981                  |
| 4 <sup>a</sup>                                 | 1955              | Lussemburgo        | Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo                                     | Fr.belgi 20.000.000<br>Fr.luss. 5.000.000 | 16.080.000<br>—                         | 3 1/2                | 1982                  |
| 5 <sup>a</sup>                                 | 1956              | Saar               | Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken                               | DM 2.977.450 <sup>1</sup>                 | 2.206.290                               | 4 1/4                | 1977                  |
| 6 <sup>a</sup>                                 | 1956              | Svizzera           | Emissione pubblica  | Fr.sv. 50.000.000                         | 38.750.000                              | 4 1/4                | 1974                  |
| 7 <sup>a</sup> 2                               | 1957              | Stati Uniti        | Emissione pubblica  | \$ 25.000.000                             | 19.300.000                              | 5 1/2                | 1975                  |
| 10 <sup>a</sup>                                | 1957              | Lussemburgo        | Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo | Fr.luss. 100.000.000                      | 91.507.178                              | 5 3/8                | 1982                  |
| 11 <sup>a</sup> 2                              | 1958              | Stati Uniti        | Emissione pubblica  | \$ 35.000.000                             | 32.700.000                              | 5                    | 1978                  |
| 13 <sup>a</sup> }<br>14 <sup>a</sup> }         | 1960              | Stati Uniti        | Emissione pubblica  | \$ 25.000.000                             | 25.000.000                              | 5 3/8                | 1980                  |
|  |                   |                    | Emissione pubblica  | \$ 3.300.000                              | —                                       | —                    | —                     |
|  |                   |                    | Emissione pubblica  | \$ 3.300.000                              | —                                       | —                    | —                     |
|  |                   |                    | Emissione pubblica  | \$ 3.400.000                              | 3.400.000                               | 5                    | 1965                  |
| 15 <sup>a</sup>                                | 1961              | Lussemburgo        | Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo | Fr.luss. 100.000.000                      | 100.000.000                             | 5 1/4                | 1986                  |
| 16 <sup>a</sup>                                | 1961              | Paesi Bassi        | Emissione pubblica  | Fiorini 50.000.000                        | 50.000.000                              | 4 1/2                | 1981                  |

<sup>1</sup> Questo prestito, negoziato in franchi francesi, è stato convertito in DM nel 1959. L'importo originario ammontava a 350 milioni di franchi francesi vecchi. <sup>2</sup> I titoli garantiti dell'8<sup>a</sup>, 9<sup>a</sup> e 12<sup>a</sup> serie sono stati rimborsati integralmente.

#### 4. La Banca come Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo monetario europeo).

L'origine e il funzionamento dell'Accordo monetario europeo sono stati descritti in precedenti Relazioni annuali della Banca; nel capitolo V della Parte II della presente Relazione si danno ulteriori informazioni sui recenti sviluppi.

La Banca ha continuato a fungere da Agente per l'esecuzione delle operazioni finanziarie dell'AME, nel quadro dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico. Le spese della Banca, in queste sue

funzioni, sono ammontate a 376.221 franchi durante i dodici mesi fino al marzo 1965; questo importo è stato debitamente rimborsato dall'Organizzazione (come indicato nel conto profitti e perdite per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1965).

#### **5. Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali.**

La cooperazione tra banche centrali nel campo degli studi e dello scambio di informazioni si è intensificata. Oltre alle riunioni regolari del Consiglio di amministrazione, la Banca ha continuato a organizzare numerose riunioni di esperti delle banche centrali, sia per lo studio di problemi economici e monetari d'interesse generale, sia per l'esame di questioni particolari, come, ad esempio, l'evoluzione del mercato dell'oro e di quello delle euro-divise. I servizi della Banca hanno prestato la loro collaborazione ai lavori di tali gruppi.

La BRI ha inoltre assunto, nello scorso anno, le funzioni che sono indicate nella Dichiarazione ministeriale del Gruppo dei Dieci. In conformità di questa dichiarazione, che risale al 1° agosto 1964, i paesi membri del Gruppo forniscono alla BRI dati statistici relativi ai mezzi utilizzati per il finanziamento delle eccedenze o dei disavanzi nei loro conti con l'estero. Questi dati vengono comunicati a tutti i partecipanti e al Gruppo di Lavoro 3 dell'OCSE. I Governatori delle banche centrali del Gruppo, in occasione delle loro riunioni presso la sede della Banca, si scambiano inoltre informazioni, non appena possibile, circa gli impegni intervenuti tra i membri del Gruppo per la concessione di nuove o più estese facilitazioni di credito. E' stata così costituita la base di una sorveglianza multilaterale sui diversi elementi che concorrono alla creazione di liquidità. Si è già avuto occasione di constatare, nello scorso anno, quanto questa forma di cooperazione possa riuscire utile.

La Banca, infine, ha partecipato agli ulteriori lavori del Gruppo dei Dieci, in particolare a quelli del suo Gruppo di Studio sulla creazione di strumenti di riserva.

Grazie allo sviluppo della cooperazione fra banche centrali, anche le relazioni tra la BRI, da un lato e l'OCSE e il F.M.I., dall'altro, si sono intensificate, mediante una collaborazione che si è estesa a nuovi settori.

#### **6. Risultati finanziari.**

I conti relativi al trentacinquesimo esercizio finanziario, terminato il 31 marzo 1965, presentano un avanzo di 34.519.144 franchi. Nel precedente esercizio finanziario si era avuto un avanzo di 27.417.055 franchi.

Dall'avanzo di esercizio, il Consiglio di amministrazione ha deciso essere necessario trasferire 1.500.000 franchi all'accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e 10.500.000 franchi all'accantonamento per contin-

genze; i profitti netti per l'esercizio ammontano pertanto a 22.519.144 franchi e dopo aver aggiunto 8.744.892 franchi riportati a nuovo dall'esercizio precedente, rimane disponibile una somma di 31.264.036 franchi.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che su questa somma l'Assemblea generale dichiari, come per lo scorso esercizio, un dividendo di 37,50 franchi per azione, con un esborso complessivo di 7.500.000 franchi. Il Consiglio di amministrazione raccomanda pure che, come misura straordinaria, si utilizzi un ammontare globale per ridurre il dividendo cumulativo non dichiarato. Tale importo, che è stato fissato in 14.000.000 di franchi, rappresenta una ripartizione straordinaria di 70 franchi per azione. Quest'anno, la ripartizione complessiva ammonterà, pertanto, a 107,50 franchi, pagabile il 1° luglio 1965 nella misura di 153,60 franchi svizzeri per azione. Per quanto riguarda le azioni sulle quali non sarà possibile pagare il dividendo a tale data, la conversione in franchi svizzeri sarà effettuata il giorno di pagamento. Il riporto a nuovo sarà di 9.764.036 franchi.

In seguito alla predetta ripartizione, l'importo del dividendo cumulativo non dichiarato risulterà ridotto da 199,47 a 129,47 franchi per azione. Occorre ricordare che le disposizioni degli Statuti relative al dividendo cumulativo assicurano gli azionisti che nulla verrà corrisposto sui depositi a lungo termine effettuati in applicazione degli Accordi dell'Aja del 1930 dai governi creditori e dal governo tedesco, fintanto che gli azionisti non avranno ricevuto per intero il dividendo che l'articolo 53 (b) e (c) degli Statuti consente di distribuire.

La contabilità della Banca e il suo trentacinquesimo bilancio annuale sono stati debitamente verificati dai signori Price Waterhouse & Co., Zurigo. Il bilancio, corredato dal certificato dei sindaci, e il conto profitti e perdite sono riprodotti alla fine di questa Relazione.

#### **7. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione.**

Siccome il mandato del Dott. M.W. Holtrop, come Presidente del Consiglio di amministrazione e Presidente della Banca veniva a scadere il 30 giugno 1964, nella riunione del Consiglio, tenutasi l'8 giugno 1964, egli è stato rieletto ad entrambe le cariche in base all'articolo 39 degli Statuti, per un ulteriore periodo di tre anni, che scadrà il 30 giugno 1967.

Sir Otto Niemeyer, che era Vice Presidente del Consiglio di amministrazione dal 1946, ha declinato l'invito a presentarsi per la rielezione quando, l'8 dicembre 1964, il suo mandato è giunto a scadenza. Nel febbraio 1965, Sir Otto Niemeyer ha presentato le dimissioni come Consigliere, carica che ricopriva dal giugno 1932. Nelle riunioni del Consiglio, tenutesi il 14 dicembre 1964 e l'8 marzo 1965, i membri del Consiglio gli hanno tributato un caloroso omaggio per i preziosissimi servizi da lui prestati alla Banca in tanti anni.

Nella riunione del Consiglio, tenutasi l'11 gennaio 1965, il Signor Maurice Frère, che è stato Presidente del Consiglio di amministrazione dal

1946 al 1958 e Presidente della Banca dal 1948 al 1958, è stato eletto Vice Presidente del Consiglio per un periodo di tre anni, dal 1° gennaio 1965 al 31 dicembre 1967.

Alla riunione del Consiglio, tenutasi il 12 aprile 1965, il Presidente ha comunicato che Lord Cromer aveva chiamato il Signor M.J. Babington Smith a ricoprire la carica di Consigliere lasciata libera in seguito alle dimissioni di Sir Otto Niemeyer. La nomina è stata effettuata in base agli articoli 28(2) e 29 degli Statuti, dato che il mandato di Sir Otto Niemeyer sarebbe giunto a scadenza soltanto il 6 maggio 1966. Il Presidente ha rivolto un cordiale saluto al Signor Babington Smith quando questi è intervenuto per la prima volta ad una riunione del Consiglio.

I mandati del Signor Blessing, Presidente della Deutsche Bundesbank, e del Dottor Brinckmann, come Consiglieri, venivano a scadere rispettivamente il 31 marzo e il 31 maggio 1965. Nella riunione del Consiglio, tenutasi l'8 marzo 1965, il Presidente ha annunciato che, in base all'articolo 28(2), paragrafo 3, degli Statuti, i membri di diritto avevano riconfermato nella carica il Signor Blessing e il Dottor Brinckmann per un ulteriore periodo di tre anni che scadrà rispettivamente il 31 marzo e 31 maggio 1968.

Siccome il mandato del Dott. W. Schwegler, che era stato nominato Consigliere in base all'articolo 28(3) degli Statuti, veniva a scadere il 31 marzo 1965, nella riunione del Consiglio, tenutasi l'8 marzo 1965, egli è stato riconfermato per un ulteriore periodo di tre anni che spirerà il 31 marzo 1968.

Alla riunione del Consiglio, tenutasi l'11 gennaio 1965, il Presidente ha annunciato che il Signor Brunet aveva nominato il Signor Gilbert Bouchet, Direttore Generale dei Servizi esteri della Banca di Francia, suo secondo sostituto in luogo del Signor Julien-Pierre Koszul, che aveva lasciato la Banca di Francia. La Banca è grata al Signor Koszul per i preziosi servigi da lui prestati per diversi anni.

Il Signor F.G. Conolly, uno dei Direttori della Banca dal 1948, ha lasciato la sua carica alla fine di marzo 1965. Alla riunione del Consiglio, tenutasi l'8 marzo 1965, il Presidente ha espresso, a nome del Consiglio, la sua gratitudine per l'eccellente lavoro svolto dal Signor Conolly, nonché per i devoti servigi da lui prestati per oltre trentatré anni.

Nella riunione tenuta l'8 marzo 1965, il Consiglio ha nominato il Dott. Antonio Rainoni, già Condirettore del Dipartimento monetario ed economico, Direttore della Banca a partire dal 1° aprile 1965.

Il Signor Malcolm Parker, Condirettore amministrativo, ha lasciato la Banca alla fine di novembre 1964. Alla riunione del Consiglio, tenutasi il 9 novembre 1964, il Presidente gli ha espresso i suoi ringraziamenti per i preziosi e fedeli servigi da lui prestati.

Nella riunione del Consiglio, tenutasi il 9 novembre 1964, il Presidente ha annunciato che il Signor Jan Knap, già Vice Direttore, era stato nominato Condirettore a partire dal 1° dicembre 1964.

## CONCLUSIONE.

La situazione economica tanto nell'America settentrionale quanto nell'Europa occidentale è stata, lo scorso anno, caratterizzata generalmente da un livello elevato di attività. I problemi che le autorità hanno dovuto fronteggiare con le loro misure, nei riguardi sia della economia interna sia della bilancia dei pagamenti, sono stati, però, assai differenti negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei paesi continentali.

Negli Stati Uniti, l'attività economica ha ricevuto un forte impulso per effetto di un sostanziale alleggerimento della imposizione, grazie al quale la produzione ha continuato a svilupparsi rapidamente. E' degno di nota il fatto che l'attuale fase di espansione del ciclo dura ormai da quattro anni e mezzo e che, perciò, rappresenta il più lungo movimento ascendente del tempo di pace nella storia americana. A questo risultato senza precedenti hanno contribuito non solo le misure saggiamente ispirate delle autorità, che si sono proposte come scopo di dare impulso alle forze di mercato, ma anche il modo bene equilibrato in cui la stessa economia privata ha reagito a tali misure. Gli aumenti salariali sono stati contenuti, in linea generale, entro i limiti degli incrementi della produttività ed è stata mantenuta la stabilità dei prezzi. Gli incrementi nei vari elementi che concorrono a formare gli investimenti e i consumi non hanno, inoltre, manifestato quelle distorsioni, da cui sono stati troppo spesso caratterizzati i cicli precedenti. Anche il livello della disoccupazione, che pur costituisce tuttora un problema, ha subito una sensibile riduzione rispetto a quello di un anno fa. Attualmente, le previsioni rispecchiano una espansione ininterrotta.

Lo scorso anno, la bilancia dei pagamenti ha rappresentato ancora una volta il problema più arduo per gli Stati Uniti. Per la più gran parte dell'anno, la situazione è apparsa notevolmente migliorata, tenuto conto dell'andamento più favorevole delle partite correnti e del fatto che il deflusso di capitali è sembrato mantenersi entro certi limiti per effetto dell'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse sugli acquisti di titoli esteri. Nel quarto trimestre del 1964, l'uscita di capitali soprattutto sotto forma di prestiti delle banche è però aumentata in proporzioni così notevoli da richiedere, con tutta evidenza, l'adozione di misure intese a ristabilire un ragionevole equilibrio. Il metodo prescelto dalle autorità si è concretato, nel febbraio 1965, in un programma di restrizioni volontarie che si applicano non solo alle banche, ma anche alle operazioni che gli altri istituti finanziari e le grandi imprese industriali effettuano all'estero. La reazione iniziale a questo programma è stata favorevole, ma sarebbe prematuro volerne considerare già assicurato il successo nel risolvere il persistente problema della bilancia dei pagamenti. Da un lato, infatti, il miglioramento immediato è stato ottenuto in gran parte grazie ad un rimpatrio di fondi, i quali avevano raggiunto livelli elevati in seguito al considerevole deflusso dei precedenti quattro mesi. Dall'altro, poi, occorrerà non soltanto un riequilibrio dei conti con l'estero,

ma anche il rafforzamento della posizione nelle riserve degli Stati Uniti se si vorrà assicurare al programma un successo duraturo. Per conseguire questo risultato, saranno necessari sforzi senza soste.

Nel Regno Unito, la politica economica è stata indirizzata per gran parte dell'anno verso l'obiettivo di ottenere un adeguato saggio di espansione dell'attività, in modo da sottrarla alla condizione di relativo ristagno che l'ha caratterizzata così a lungo durante l'ultimo decennio. Trovandosi l'industria in posizione di svantaggio rispetto alla concorrenza internazionale, si era consapevoli che lo sforzo intrapreso avrebbe comportato un rischio nei riguardi della bilancia dei pagamenti. Tuttavia, si sperava che, mediante incrementi più cospicui della produttività e un contenimento dei miglioramenti salariali, il saldo passivo nei conti con l'estero sarebbe rimasto entro limiti ragionevoli e sarebbe poi stato eliminato in un tempo non troppo lungo, grazie ad una accresciuta capacità competitiva.

Le forze della domanda si sono, invece, dimostrate più potenti di quanto non fosse previsto. In particolare, si è verificata un'espansione insolitamente cospicua negli investimenti sia pubblici che privati, come pure negli acquisti di beni di consumo durevoli, soprattutto autoveicoli. Questa situazione ha avuto come conseguenza un considerevole saldo passivo della bilancia dei pagamenti, determinato dal balzo registrato nelle importazioni e da una riduzione del potenziale disponibile per le esportazioni a causa della forte domanda interna. Contemporaneamente, la disoccupazione è notevolmente diminuita e la tensione determinatasi sul mercato del lavoro ha influito sul ritmo degli aumenti salariali.

Dapprima, le autorità si sono adoperate per porre riparo a questa situazione, agendo principalmente sul saldo passivo dei conti con l'estero mediante l'applicazione di un dazio addizionale temporaneo sulle importazioni, pur continuando a sperare che la posizione di fondo della sterlina sarebbe stata ristabilita da misure a più lungo termine. Purtroppo, si è giunti così al risultato di una perdita di fiducia nella sterlina e di un'imponente fuga di fondi da Londra. Si è reso necessario l'intervento dell'assistenza esterna su vasta scala per mantenere la stabilità dei cambi della sterlina e il saggio ufficiale di sconto ha dovuto essere portato al 7% per arrestare l'emorragia di fondi.

In seguito al discorso del bilancio dell'aprile 1965, la politica orientata al contenimento della domanda può dirsi abbia assunto contorni ben definiti e gli aumenti dei tributi previsti nel bilancio sono stati ben presto seguiti da misure intese a contenere in modo drastico l'espansione del credito bancario. Si aggiunga che il governo ha fornito le assicurazioni più energiche circa le proprie intenzioni di mantenere immutata la parità della sterlina. Date queste circostanze, la posizione della moneta sul mercato ha subito un miglioramento e, invero, il disavanzo delle partite correnti nei conti con l'estero è molto inferiore al livello dell'anno scorso. Tuttavia, i salari hanno continuato ad aumentare rapidamente e si prevede che il saldo passivo della bilancia dei pagamenti si protrarrà fino al 1966 molto inoltrato. E', quindi,

evidente che la politica di restrizioni dovrà essere continuata nei mesi a venire e non è escluso che essa dovrà essere perfino intensificata.

Nei paesi continentali dell'Europa occidentale, lo scorso anno le autorità hanno generalmente continuato ad applicare, o rafforzato, le misure intese ad assicurare il contenimento delle pressioni inflazionistiche. La loro azione è stata coronata da un discreto successo, sebbene la situazione non possa essere ancora considerata soddisfacente. I prezzi ingrosso si sono avvicinati alla stabilità molto più di quanto non lo fossero dodici mesi orsono e l'incremento nei prezzi al consumo è forse soltanto la metà di quello che era allora. Nel settore dei salari, invece, il saggio di aumento è ancora assai elevato, nonostante si sia determinata una situazione meno tesa sul mercato del lavoro di alcuni paesi. Questa circostanza sottolinea la necessità per tutte le parti interessate di prestare la loro collaborazione ad una efficace politica dei redditi, in modo che tutti possano trarre vantaggio da uno sviluppo adeguato non disgiunto dalla stabilità finanziaria. Numerosi paesi sono ormai arrivati al punto in cui un ulteriore deterioramento della loro posizione concorrenziale potrebbe comportare difficili problemi di bilancia dei pagamenti.

Da qualche tempo, l'espansione della produzione in molti paesi continentali si è fatta più moderata, parzialmente in conseguenza delle misure prese per contenere l'inflazione, ed è evidente che gli incrementi relativi saranno quest'anno più limitati di quelli dello scorso anno. Vi sono paesi come l'Italia e, in grado minore, la Francia, nei quali esiste un margine inutilizzato di risorse disponibili. Il pericolo di dare l'avvio ad una nuova ondata di aumenti nei prezzi ha, tuttavia, ostacolato l'adozione di misure dirette a promuovere un impiego più pieno di tali risorse.

Nei mesi trascorsi, lo squilibrio nella bilancia dei pagamenti fra gli Stati Uniti e l'Europa si è considerevolmente ridotto, quale diretto risultato del programma di restrizioni volontarie applicato negli Stati Uniti, come pure delle speciali misure intese a contenere l'afflusso di capitali in vari paesi continentali. Pur riconoscendo la necessità che, in certi periodi, si adottino misure per contenere i flussi di capitali, si ha il dovere di essere preoccupati circa limitazioni di questo tipo imposte alla libera convertibilità delle monete. E ciò, non tanto perchè la loro efficacia potrebbe affievolirsi dopo un certo tempo, quanto perchè contengono implicitamente l'ammissione che i flussi di capitali, più di ogni altro elemento della bilancia dei pagamenti, sono la via adatta per correggere gli squilibri generali. Sussiste, pertanto, il pericolo di crescenti distorsioni, nel caso in cui venga trascurato il fondamentale squilibrio nei saggi d'interesse e nelle disponibilità di capitali. Negli Stati Uniti, l'attiva espansione originata dall'alleggerimento fiscale ha offerto l'occasione per instaurare una politica monetaria più restrittiva, intesa a migliorare la posizione dei conti con l'estero, ma poco è stato fatto in questa direzione. In Europa, analogamente, misure di politica fiscale e di spesa pubblica avrebbero potuto essere impiegate in più ampia misura per attuare le necessarie restrizioni sul piano interno, permettendo così alla politica monetaria di assegnare una maggiore priorità ai problemi inerenti alla posizione verso l'esterno. Accadde, invece, che, come era da aspettarsi, le

tendenze all'incremento nei saggi d'interesse, che di fatto si verificarono, non potessero produrre che una limitata correzione dello squilibrio monetario internazionale.

Tale problema si riconnette al dibattito che ormai da diversi anni sta svolgendosi sul sistema monetario internazionale; e si hanno ben poche indicazioni, finora, che gli opposti punti di vista possano trovare una soluzione. Ma poichè per finanziare i paesi debitori è stata utilizzata una grande varietà di accordi, è assolutamente chiaro che le difficoltà non risiedono nella penuria di liquidità, ma nel processo di aggiustamento seguito per riportare in equilibrio le principali posizioni passive o attive. E siccome non si può ragionevolmente attendersi che tale processo si attui automaticamente, il punto debole è da ricercarsi nelle misure di politica economica applicate dai paesi a questo scopo. La responsabilità maggiore al riguardo graverà sempre sui paesi debitori, anche se i paesi creditori non potranno sottrarsi alla parte di questo compito che loro incombe, ove si voglia che il sistema finanziario funzioni effettivamente.

Per la prima volta da alcuni anni, esiste la prospettiva di una sostanziale riduzione nello squilibrio dei pagamenti fra gli Stati Uniti e l'Europa. Se ciò dovesse tradursi in realtà, il problema potenziale rappresentato da mezzi inadeguati per incrementare le attività di riserva potrebbe diventare attuale. Dal punto di vista delle riserve globali, è probabile che occorrerebbe molto tempo prima che l'intero sistema avvertisse la scarsità di liquidità. Ma dal punto di vista del margine annuale di aumento delle riserve, diversi paesi potrebbero, anche dopo un tempo molto breve, risentire gli effetti sfavorevoli di tale situazione. Una condizione di equilibrio nei conti con l'estero dei paesi a moneta di riserva potrebbe fornire la base per una discussione più feconda su questo problema.

GABRIEL FERRAS

Direttore Generale

**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE**

**AL 31 MARZO 1965**

# BILANCIO AL

ATTIVO

IN FRANCHI ORO (UNITA' DI GR. 0,290 322 58 ...)

|   |                      | %          |
|---|----------------------|------------|
| <b>Oro in barre e monetato</b> ... ..   | 3.397.865.567        | 43,3       |
| <b>Cassa in contanti e in conto a vista presso banche</b> ...   | 300.198.862          | 3,8        |
| <b>Buoni del Tesoro riscontabili</b> ... ..   | 270.274.958          | 3,4        |
| <b>Effetti e titoli mobilizzabili a vista</b> ... ..  | 62.758.261           | 0,8        |
| <b>Depositi vincolati e prestiti</b>  |                      |            |
| A 3 mesi al massimo ... ..  | 1.572.282.567        | 20,0       |
| » » » » (in oro) ... ..   | 3.405.463            | 0,1        |
| Da 3 a 6 mesi ... ..  | 528.868.158          | 6,7        |
| Da 6 a 9 mesi ... ..  | 20.711.786           | 0,3        |
| Da 9 a 12 mesi ... ..   | 56.674.603           | 0,7        |
| Ad oltre un anno ... ..   | 8.591.459            | 0,1        |
|   | <u>2.190.334.036</u> |            |
| <b>Effetti e titoli vari</b>  |                      |            |
| In oro  |                      |            |
| A 3 mesi al massimo ... ..  | 284.223.958          | 3,6        |
| Da 3 a 6 mesi ... ..  | 83.207.638           | 1,1        |
| Da 6 a 9 mesi ... ..  | 26.770.739           | 0,3        |
| Da 9 a 12 mesi ... ..   | 19.036.823           | 0,2        |
| In valute   |                      |            |
| A 3 mesi al massimo ... ..  | 935.403.232          | 11,9       |
| Da 3 a 6 mesi ... ..  | 27.450.592           | 0,4        |
| Da 6 a 9 mesi ... ..  | 15.325.381           | 0,2        |
| Da 9 a 12 mesi ... ..   | 34.858.310           | 0,5        |
| Ad oltre un anno ... ..   | 133.022.928          | 1,7        |
|   | <u>1.559.297.601</u> |            |
| <b>Attività varie</b> ... ..  | 1.360.029            | 0,0        |
| <b>Immobili ed arredamenti</b> ... ..   | 1                    | 0,0        |
| <b>Fondi propri utilizzati in esecuzione degli Accordi dell'Aja del 1930</b><br>per investimenti in Germania (v. infra) ... ..  | <u>68.291.223</u>    | <u>0,9</u> |
|   | <u>7.850.380.538</u> | <u>100</u> |
| <b>Esecuzione degli Accordi</b>   |                      |            |
| <b>Fondi investiti in Germania (v. Nota 2)</b>  |                      |            |
| Crediti verso la Reichsbank e la Golddiskontbank; effetti della Golddiskontbank e dell'amministrazione delle ferrovie e buoni dell'amministrazione delle poste (venuti a scadenza) ... .. | 221.019.558          |            |
| Effetti e buoni del Tesoro del Governo tedesco (venuti a scadenza)  | <u>76.181.040</u>    |            |
|   | <u>297.200.598</u>   |            |
| <b>CONTI D'ORDINE</b>   |                      |            |
| a. Operazioni a termine su oro:   |                      |            |
| Saldo netto: oro da ricevere (valute da consegnare) ... ..  | 650.498.448          |            |
| b. Fondi, effetti ed altri titoli amministrati o detenuti dalla Banca in conto terzi:   |                      |            |
| Oro in custodia ... ..  | 1.382.422.831        |            |
| Saldi bancari ... ..  | 38.886.250           |            |
| Effetti ed altri titoli a custodia ... ..   | 780.407.060          |            |

AL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE E AGLI AZIONISTI

DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, BASILEA.

In conformità dell'articolo 52 degli Statuti della Banca, abbiamo esaminato i libri ed i conti della Banca per spiegazioni richieste. Riserva fatta della valutazione dei fondi investiti in Germania, confermiamo che, a fedeltà ed esattamente quella che, in base alla nostra migliore conoscenza ed alle spiegazioni ricevute, oro mediante conversione delle varie valute estere nella maniera sopra descritta.

Zurigo, 5 maggio 1965.

# 31 MARZO 1965

DI ORO FINO — ART. 5 DEGLI STATUTI)

PASSIVO

|  |  |               | %    |
|--|--|---------------|------|
| <b>Capitale</b>  |  |               |      |
| Autorizzato ed emesso: 200.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna ... .. 500.000.000 |  |               |      |
| liberate per il 25% ... ..   |  | 125.000.000   | 1,6  |
| <b>Riserve</b>   |  |               |      |
| Fondo di riserva legale ... ..   |  | 12.500.000    |      |
| Fondo di riserva generale ... ..   |  | 13.342.650    |      |
|  |  | 25.842.650    | 0,3  |
| <b>Depositi (in oro)</b>   |  |               |      |
| Banche centrali  |  |               |      |
| Da 9 a 12 mesi ... ..  |  | 27.583.556    | 0,4  |
| Da 6 a 9 mesi ... ..   |  | 72.518.871    | 0,9  |
| A 3 mesi al massimo ... ..   |  | 843.674.108   | 10,7 |
| A vista ... ..   |  | 2.706.492.795 | 34,5 |
| Altri depositanti  |  |               |      |
| A 3 mesi al massimo ... ..   |  | 137.820.684   | 1,8  |
| A vista ... ..   |  | 344.825.556   | 4,4  |
|  |  | 4.132.915.570 |      |
| <b>Depositi (in valute)</b>  |  |               |      |
| Banche centrali  |  |               |      |
| Ad oltre un anno ... ..  |  | 70.266.687    | 0,9  |
| Da 9 a 12 mesi ... ..  |  | 56.929.960    | 0,7  |
| Da 6 a 9 mesi ... ..   |  | 35.266.051    | 0,4  |
| Da 3 a 6 mesi ... ..   |  | 396.425.706   | 5,1  |
| A 3 mesi al massimo ... ..   |  | 1.796.412.899 | 22,9 |
| A vista ... ..   |  | 28.882.399    | 0,4  |
| Altri depositanti  |  |               |      |
| Da 6 a 9 mesi ... ..   |  | 15.487.615    | 0,2  |
| Da 3 a 6 mesi ... ..   |  | 49.506.159    | 0,6  |
| A 3 mesi al massimo ... ..   |  | 333.208.702   | 4,2  |
| A vista ... ..   |  | 37.619.310    | 0,5  |
|  |  | 2.920.005.488 |      |
| <b>Effetti</b>   |  |               |      |
| Da 6 a 9 mesi ... ..   |  | 45.610.505    | 0,6  |
| Da 3 a 6 mesi ... ..   |  | 88.152.784    | 1,1  |
| A 3 mesi al massimo ... ..   |  | 330.156.420   | 4,2  |
|  |  | 463.919.709   |      |
| <b>Partite varie</b> ... ..  |  | 36.933.085    | 0,5  |
| <b>Conto profitti e perdite</b>  |  |               |      |
| Ripporto dall'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1964                            |  | 8.744.892     |      |
| Utile dell'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1965                               |  | 22.519.144    |      |
|  |  | 31.264.036    | 0,4  |
| <b>Accantonamento per contingenze</b> ... ..   |  | 214.500.000   | 2,7  |
|  |  | 7.850.380.538 | 100  |

dell'Aja del 1930

## Depositi a lunga scadenza

Depositi dei Governi creditori nel Conto Fiduciario delle Annualità

(v. Nota 3) ... .. 152.606.250

Deposito del Governo tedesco ... .. 76.303.125

228.909.375

**Fondi propri utilizzati in esecuzione degli Accordi (v. qui sopra) ...**

68.291.223

297.200.598

NOTA 1 — Ai fini del bilancio, le partite nelle varie valute, all'attivo ed al passivo, sono state computate in franchi oro in base ai rispettivi cambi di mercato o ufficiali, o in base a speciali accordi che vi si riferiscono.

NOTA 2 — In base alla convenzione stipulata il 9 gennaio 1953 fra il Governo della Repubblica federale tedesca e la Banca, facente parte dell'Accordo relativo ai debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953, è stato convenuto che la Banca non chiederà, prima del 1° aprile 1966, il rimborso dei propri capitali sopra descritti, investiti in Germania, ivi compresi i relativi interessi arretrati al 31 dicembre 1952.

NOTA 3 — I Governi creditori di 149.920.360 franchi oro, hanno dato assicurazione alla Banca che essi non richiederanno il trasferimento, a titolo dei depositi in Conto Fiduciario delle Annualità, di somme superiori a quelle di cui la Banca stessa potrà ottenere dalla Germania il rimborso ed il trasferimento in valute da lei accettate.

l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 1965 e dichiariamo che abbiamo ottenuto tutte le informazioni e nostro avviso, questo bilancio ed i conti d'ordine, corredati dalle note, sono compilati in modo da rispecchiare ci risulta essere la situazione degli affari della Banca, rilevata dai libri della stessa e presentata in franchi

# CONTO PROFITTI E PERDITE

per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1965

|  | Franchi<br>oro    |
|--|-------------------|
| Reddito netto derivante dall'impiego dei fondi propri della Banca e dei depositi affidatili ... ..   | 41.328.706        |
| Commissioni come Fiduciario, ecc. ... ..   | 705.958           |
|  | <u>42.034.664</u> |
| <br><b>Spese d'amministrazione:</b>  |                   |
| Consiglio d'amministrazione — remunerazioni e spese di viaggio ... ..  | 301.786           |
| Direzione e personale — stipendi, contributi pensioni e spese di viaggio ... ..  | 6.151.635         |
| Affitto, assicurazioni, riscaldamento, illuminazione ... ..  | 29.409            |
| Ammodernamento e manutenzione immobili e materiale   | 462.833           |
| Cancelleria, biblioteca e stampati ... ..  | 347.515           |
| Spese postali, telegrafiche e telefoniche ... ..   | 194.741           |
| Rimunerazioni a periti (sindaci, interpreti, economisti, ecc.)   | 65.782            |
| Tassa cantonale ... ..   | 35.149            |
| Spese diverse ... ..   | 302.891           |
|  | <u>7.891.741</u>  |
| Meno: Somme ripetibili per le spese sostenute dalla Banca in quanto Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo Monetario Europeo)   | 376.221           |
|  | <u>7.515.520</u>  |
|  | <u>34.519.144</u> |
| <br><b>Il Consiglio d'amministrazione ha deciso essere necessario devolvere:</b>   |                   |
| all'accantonamento per spese straordinarie d'amministrazione   | 1.500.000         |
| all'accantonamento per contingenze ... ..  | 10.500.000        |
|  | <u>12.000.000</u> |
| <b>UTILE NETTO</b> dell'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1965 ... ..   | 22.519.144        |
| Riporto dall'esercizio finanziario precedente (da aggiungere) ... ..   | 8.744.892         |
|  | <u>31.264.036</u> |
| <br><b>Il Consiglio d'amministrazione propone all'Assemblea generale annuale indetta per il 14 giugno 1965 di distribuire il predetto utile come segue:</b>  |                   |
| Dividendo di 37,50 franchi oro, più un importo di 70,— franchi oro, che porta la ripartizione complessiva dell'utile a 107,50 franchi oro per azione e riduce l'ammontare del dividendo cumulativo non dichiarato da 199,47 franchi oro a 129,47 franchi oro per azione ... .. | 21.500.000        |
| Saldo da riportare ... ..  | 9.764.036         |
|  | <u>31.264.036</u> |

## CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE

Dott. M. W. Holtrop, Amsterdam { Presidente del Consiglio d'amministrazione,  
Presidente della Banca  
Maurice Frère, Brusselle Vice Presidente del Consiglio d'amministrazione

Hubert Ansiaux, Brusselle  
M. J. Babington Smith, Londra  
Karl Blessing, Francoforte s/M.  
Dott. Rudolf Brinckmann, Amburgo  
Jacques Brunet, Parigi  
Dott. Guido Carli, Roma  
The Earl of Cromer, Londra  
Henri Deroy, Parigi  
Dott. Donato Menichella, Roma  
Dott. Walter Schwegler, Zurigo  
Per Åsbrink, Stoccolma

### Sostituti

Dott. Paolo Baffi, oppure } Roma  
Prof. Pietro Stoppani }  
Bernard Clappier, oppure } Parigi  
Gilbert Bouchet }  
M. H. Parsons, oppure } Londra  
R. G. Raw }  
Cecil de Strycker, Brusselle

## DIREZIONE

|                       |  |
|-----------------------|--|
| Gabriel Ferras        | Direttore Generale   |
| Dott. Milton Gilbert  | Consigliere economico,<br>Capo del Dipartimento monetario ed economico |
| Dott. Antonio d'Aroma | Segretario Generale,<br>Capo di Dipartimento                           |
| Dott. Hans H. Mandel  | Capo del Dipartimento bancario   |
| D. H. Macdonald       | Direttore  |
| Georges Janson        | Direttore  |
| Henri Guisan          | Consigliere giuridico  |
| Dott. Antonio Rainoni | Direttore  |

---

|               |              |
|---------------|--------------|
| Georges Royot | Condirettore |
| Jan Knap      | Condirettore |