

**BANCA DEI  
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

**TRENTASEIESIMA RELAZIONE ANNUALE**

**1° APRILE 1965 - 31 MARZO 1966**

**BASILEA**

**13 giugno 1966**

## INDICE

	Pagina
<b>Introduzione</b> . . . . .	1
<b>Parte I - Tendenze e politiche economiche correnti nel 1965-66</b> . . . . .	3
Stati Uniti (p. 3); Regno Unito (p. 7); sviluppi nei paesi continentali dell'Europa occidentale (p. 12); Europa orientale (p. 22); sorveglianza multilaterale (p. 25): Italia (p. 25), Francia (p. 27), Regno Unito (p. 29), Stati Uniti (p. 32); Oro: domanda e offerta (p. 34); ricerca di mezzi di riserva aggiuntivi all'oro (p. 40).	
<b>Parte II - Rassegna monetaria ed economica</b> . . . . .	44
<b>I. Sviluppi e politiche del credito</b> . . . . .	44
Saggi d'interesse e flussi di fondi (p. 44); controllo selettivo dei movimenti di capitali (p. 51); mercati dei capitali ed emissioni di prestiti internazionali (p. 55); sviluppi del credito nei singoli paesi (p. 60): Stati Uniti (p. 60), Canada (p. 64), Regno Unito (p. 65), Germania (p. 71), Svizzera (p. 75), Francia (p. 77), Italia (p. 79), Paesi Bassi (p. 82), Belgio (p. 84), Austria (p. 86), Spagna (p. 87), Danimarca (p. 88), Norvegia (p. 90), Svezia (p. 91), Finlandia (p. 93), Giappone (p. 94).	
<b>II. Scambi e pagamenti internazionali</b> . . . . .	97
Commercio internazionale (p. 97); bilance dei pagamenti (p. 102): Stati Uniti (p. 102), Canada (p. 106); paesi dell'Europa occidentale (p. 108): Regno Unito (p. 108), Francia (p. 113), Germania (p. 115), Italia (p. 118), Belgio (p. 119), Paesi Bassi (p. 120), Austria (p. 121), Svizzera (p. 122), Danimarca (p. 123), Finlandia (p. 123), Norvegia (p. 124), Svezia (p. 124), Spagna (p. 125), Grecia (p. 126), Islanda (p. 126), Irlanda (p. 126), Turchia (p. 127), Giappone (p. 127); politica commerciale (p. 128).	
<b>III. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio</b> . . . . .	130
Produzione aurifera e situazione sui mercati dell'oro (p. 131); liquidità internazionale (p. 133); Fondo monetario internazionale (p. 135); riserve auree (p. 137); averi in valute (p. 140); movimenti monetari in Europa (p. 142): Germania (p. 144), Svizzera (p. 146), Belgio (p. 147), Paesi Bassi (p. 147), Spagna (p. 147), Austria (p. 148), Portogallo (p. 148), Norvegia (p. 148), Danimarca (p. 148), Svezia (p. 149), Finlandia (p. 149); altri movimenti monetari (p. 149): Canada (p. 149), Giappone (p. 149); mercati dei cambi (p. 150): la sterlina (p. 150), il franco svizzero (p. 153), il marco tedesco (p. 153), altre valute europee (p. 154); altri sviluppi valutari (p. 154).	

IV. Il mercato delle eurodivise . . . . . 157

Variazioni nelle posizioni globali (*p. 157*); variazioni nei singoli paesi dichiaranti (*p. 161*); struttura e dimensioni del mercato dell'eurodollaro (*p. 164*); andamento dei saggi d'interesse (*p. 169*).

V. L'Accordo monetario europeo . . . . . 173

Proroga dell'Accordo (*p. 173*); operazioni in base all'Accordo (*p. 174*); Fondo europeo (*p. 174*), Sistema multilaterale di regolamenti (*p. 176*); amministrazione dell'Accordo monetario europeo (*p. 176*).

**Parte III - Operazioni della Banca . . . . . 179**

Operazioni del Dipartimento bancario (*p. 179*); composizione delle risorse (*p. 180*), utilizzo delle risorse (*p. 183*); attivo e passivo della Banca in connessione con l'esecuzione degli Accordi dell'Aja del 1930 (Piano Young) (*p. 187*); le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente per il servizio di prestiti internazionali (*p. 189*); la Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con l'Alta Autorità della CECA (*p. 191*); la Banca come Agente dell'OCSE (Accordo monetario europeo) (*p. 192*); sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (*p. 193*); risultati finanziari (*p. 193*); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (*p. 194*).

**Conclusione . . . . . 195**

\* \* \*

Bilancio al 31 marzo 1966 e Conto profitti e perdite per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1966.

## ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

Pagina

### Parte I - Tendenze e politiche economiche correnti nel 1965-66

Regno Unito: Bilancio pubblico . . . . .	11
Prodotto nazionale lordo e suoi componenti. . . . .	13
Produzione industriale* . . . . .	17
Prezzi all'ingrosso e al minuto e salari industriali* . . . . .	19
Paesi a economia pianificata: Reddito nazionale, produzione industriale e produttività . . . . .	24
Italia: Movimenti monetari esterni . . . . .	26
Francia: Movimenti monetari esterni. . . . .	28
Regno Unito: Movimenti monetari esterni . . . . .	30
Stati Uniti: Movimenti monetari esterni . . . . .	33
Produzione mondiale di oro. . . . .	36
Offerta e usi dell'oro. . . . .	38

### Parte II - Rassegna monetaria ed economica

#### I. Sviluppi e politiche del credito

Saggi d'interesse* . . . . .	45
Risparmio nazionale e investimenti (al lordo). . . . .	48
Saggi ufficiali di sconto. . . . .	50
Mercato dei capitali: Nuove emissioni . . . . .	56
Stati Uniti:	
Flussi creditizi netti* . . . . .	61
Origine e utilizzo dei fondi delle imprese . . . . .	63
Regno Unito: Variazioni negli investimenti e bilancia dei pagamenti*. . . . .	67
Sistema bancario: Situazione monetaria . . . . .	72

#### II. Scambi e pagamenti internazionali

Commercio mondiale. . . . .	97
Commercio estero*. . . . .	99
Bilancia dei pagamenti mondiale . . . . .	101

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti . . . . .	104
Canada: Bilancia dei pagamenti . . . . .	107
Paesi dell'Europa occidentale: Bilance dei pagamenti . . . . .	109
Regno Unito: Bilancia dei pagamenti . . . . .	110
Francia: Bilancia dei pagamenti . . . . .	114
Germania: Bilancia dei pagamenti . . . . .	116
Italia: Bilancia dei pagamenti . . . . .	118
Paesi Bassi: Bilancia dei pagamenti . . . . .	120
Spagna: Bilancia dei pagamenti . . . . .	125
Giappone: Bilancia dei pagamenti . . . . .	127

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

Prezzo dell'oro sul mercato di Londra* . . . . .	133
Liquidità internazionale . . . . .	134
Fondo monetario internazionale:	
Transazioni valutarie . . . . .	135
Averi nelle valute di determinati paesi membri . . . . .	137
Riserve mondiali di oro . . . . .	138
Variazioni nei saldi in dollari dei paesi . . . . .	141
Europa occidentale: Movimenti monetari . . . . .	143
Paesi europei, Canada e Giappone: Posizioni monetarie esterne . . . . .	145
Quotazioni della sterlina per il dollaro S.U.* . . . . .	151
Cambi a pronti del dollaro S.U. in Europa* . . . . .	152

### IV. Il mercato delle eurodivise

Banche commerciali di dieci paesi:	
Passività e attività a breve in alcune valute estere verso non residenti . . . . .	158
Passività e attività a breve in alcune valute estere verso non residenti, escluse le posizioni verso il paese di emissione della relativa valuta . . . . .	159
Posizioni in dollari a breve delle banche dichiaranti verso non residenti . . . . .	160
Banche europee dichiaranti: Posizioni verso non residenti in dollari fuori e all'interno della propria area . . . . .	165
Flusso dei fondi sul mercato dell'eurodollaro . . . . .	166
Banche commerciali: Attività e passività a breve in alcune valute estere verso non residenti* . . . . .	168
Saggi d'interesse a Londra e a Nuova York* . . . . .	170

### V. L'Accordo monetario europeo

Fondo europeo:	
Crediti concessi . . . . .	175
Utilizzo dei crediti concessi . . . . .	176
Situazioni dei conti . . . . .	177

**Parte III - Operazioni della Banca**

Totali annuali del bilancio . . . . .	179
Conti d'ordine . . . . .	180
Passivo* . . . . .	181
Composizione delle risorse . . . . .	181
Origine delle risorse . . . . .	182
Natura e termini delle risorse . . . . .	182
Cassa e investimenti . . . . .	183
Posizione in oro . . . . .	184
Attivo* . . . . .	184
Depositi vincolati e anticipazioni e altri effetti e titoli . . . . .	186
Esecuzione degli Accordi dell'Aja del 1930 . . . . .	187
Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes) . . . . .	190
Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young). . . . .	190
Prestito internazionale del Governo austriaco 1930 . . . . .	191
Prestiti garantiti dell'Alta Autorità della CECA . . . . .	192

# TRENTASEIESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ANNUALE

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, il 13 giugno 1966.

Signori,

ho l'onore di presentare la Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per il trentaseiesimo esercizio finanziario, iniziato il 1° aprile 1965 e terminato il 31 marzo 1966. I risultati delle operazioni dell'esercizio sono esposti in dettaglio nella Parte III, dove trovasi altresì un'analisi del bilancio al 31 marzo 1966.

I conti del trentaseiesimo esercizio si sono chiusi con un avanzo di 38.578.751 franchi oro contro 34.519.144 franchi oro dell'esercizio finanziario precedente. Dopo aver dedotto 1.000.000 di franchi oro trasferiti all'accantonamento per spese straordinarie di amministrazione, nonché aver assegnato 15.000.000 di franchi oro all'accantonamento per contingenza, i profitti netti ammontano a 22.578.751 franchi oro contro 22.519.144 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 15.000.000 di franchi oro, rappresenterà una ripartizione straordinaria di 75 franchi oro per azione. Quest'anno, la ripartizione complessiva ammonterà, pertanto, a 112,50 franchi oro, pagabile in franchi svizzeri nella misura di 160,75 franchi svizzeri per azione.

La Parte I della presente Relazione esamina le tendenze e le politiche economiche che, nel 1965 e nei primi mesi del 1966, 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 1965-66.**

Nella maggior parte dei paesi industriali dell'Europa occidentale, nonché negli Stati Uniti, la situazione economica attuale è caratterizzata dall'eccesso della domanda e dalla pressione sui prezzi. Di conseguenza, la politica economica è improntata all'adozione di misure restrittive senza che, peraltro, queste siano abbastanza energiche da permettere il ritorno alla stabilità monetaria. Inoltre, per contenere le pressioni della domanda si è fatto ricorso molto più agli strumenti della politica monetaria che a quelli della politica di bilancio, per cui i saggi d'interesse sono aumentati sensibilmente. La Francia e l'Italia sono i paesi che in maniera più evidente si sono sottratti a questa regola, poichè essi hanno controllato la fase di "boom" fin dal momento iniziale e pertanto godono ora di un'espansione su basi più sane.

Durante lo scorso anno, il saggio di aumento della produzione in termini reali si è generalmente contratto a causa delle misure restrittive e dell'inflazione. In effetti, per molti paesi europei, negli ultimi dodici mesi l'aumento dei prezzi è stato superiore a quello del prodotto nazionale e ciò non costituisce certamente un metodo ortodosso per eliminare la pressione sulle risorse disponibili. Negli Stati Uniti, comunque, la produzione ha continuato ad aumentare con un ritmo sostenuto, pur essendosi ridotti i margini di mano d'opera e di capacità produttiva inutilizzati.

Nel settore dei pagamenti internazionali, la posizione di molti paesi dell'Europa continentale si è, l'anno scorso, deteriorata; anche questa volta la Francia e l'Italia costituiscono un'eccezione, avendo registrato saldi attivi il cui aumento è giunto a toccare livelli quasi estremi. Un miglioramento è rappresentato dal fatto che gli Stati Uniti e il Regno Unito hanno ridotto il saldo passivo della bilancia dei pagamenti. Si tratta, però, di un risultato ottenuto in gran parte mediante l'applicazione di controlli diretti, per cui continua ad essere pressante la necessità di imprimere un migliore equilibrio alle forze del mercato.

**Stati Uniti.**

Lo scorso anno, negli Stati Uniti la situazione economica interna e verso l'estero ha subito un profondo mutamento, che ha indotto le autorità a modificare l'orientamento dei loro interventi.

Il movimento espansionistico dell'economia si trova ora nel suo sesto anno di vita e presenta scarsi sintomi di rallentamento. Per la prima volta,

nel corso di un decennio, la produzione ha quasi raggiunto il livello della piena capacità, mentre la disoccupazione è scesa ad una quota che è la più bassa registrata in dodici anni. Ma il successo con cui è stata superata la fase di incompleto utilizzo delle risorse, che il paese ha dovuto fronteggiare nella seconda metà degli anni cinquanta, ha creato nuovi problemi. Le autorità si sono orientate verso misure che non consentono all'economia di discostarsi dallo stretto sentiero che separa, da un lato, domanda in eccesso e inflazione e, dall'altro, domanda insufficiente e basso saggio di espansione.

L'elevato saggio di incremento del prodotto nazionale lordo reale, che lo scorso anno è stato del 5,5% e il primo trimestre del 1966 del 6%, è, in non piccola parte, l'effetto indotto dagli incentivi fiscali: nel gennaio 1965 è entrata in vigore la seconda fase della riduzione dell'imposta sul reddito; in giugno è stato introdotto un sensibile taglio nelle imposte di consumo federali; in settembre sono state aumentate le prestazioni della sicurezza sociale con un cospicuo versamento di arretrati; si è inoltre verificato un movimento ascendente della spesa federale per diversi scopi di natura civile. A ciò si è aggiunto un forte incremento nel collocamento di commesse belliche a causa della guerra del Vietnam.

L'espansione è stata sostenuta anche dalle spese effettuate dalle aziende per investimenti fissi, che sono cresciute del 14% in termini reali, dopo avere registrato un incremento del 10% nell'anno precedente. I consumi privati hanno reagito positivamente a questi forti impulsi, progredendo di quasi il 6% in termini reali. L'edilizia residenziale ha, invece, continuato a presentare segni di debolezza, mentre le esportazioni nette di beni e servizi si sono ridotte rispetto al livello elevatissimo raggiunto nel 1964.

Come conseguenza diretta del progresso economico, la disoccupazione è diminuita in misura notevole, benchè le forze di lavoro e la durata media della settimana lavorativa siano sensibilmente cresciute. In complesso, la disoccupazione è passata dal 5% nel dicembre 1964 al 4,1% alla fine del 1965 e al 3,8% nella primavera del corrente anno.

Mentre il margine di risorse non utilizzate si andava restringendo, i prezzi hanno incominciato a salire lentamente, ponendo così termine alla stabilità che fino allora aveva caratterizzato l'espansione americana. Gli incrementi registrati nello scorso anno (di circa il 4% per i prezzi ingrosso e di quasi il 3% per i prezzi al consumo) sono da attribuire in buona parte a oscillazioni transitorie nell'approvvigionamento delle derrate alimentari. Ma i prezzi di altri beni hanno presentato una netta tendenza ascendente. Per quanto riguarda i salari, la situazione è stata assai migliore. In complesso, il loro aumento non ha superato di molto quello nella produttività ed i costi per unità di lavoro sono cresciuti soltanto dell'1%; anzi, si ritiene che essi nel 1965 per la sola industria manifatturiera siano stati lievemente inferiori a quelli del 1960.

Gli interventi del governo per contenere l'ascesa di prezzi e salari hanno indubbiamente contribuito ad attenuare gli aumenti inflazionistici. Nello scorso settembre, per esempio, l'attiva mediazione delle autorità ha fatto sì che i

miglioramenti salariali, chiesti dai lavoratori del settore chiave dell'acciaio in occasione del rinnovo del contratto di lavoro, siano stati mantenuti entro i limiti delle norme guida stabilite per i salari. Analogamente, malgrado le pressioni, gli aumenti di stipendio dei dipendenti statali sono stati ristretti per conformarli alle norme guida. Nel settore dei prezzi, alcuni aumenti, particolarmente quelli per l'alluminio, il rame e l'acciaio da costruzione, sono stati annullati in seguito all'energica opposizione del governo, che talvolta si è manifestata anche mediante lo svincolo di materiali delle riserve strategiche. Non v'è dubbio inoltre che la determinazione mostrata dal governo abbia impedito rialzi di prezzi anche in altre industrie.

I crescenti sintomi di tensione manifestatisi durante l'anno non hanno rispecchiato una situazione resa acuta dall'eccessiva domanda, come si è verificato in numerosi paesi europei. Invece di una generale scarsità di mano d'opera, la penuria di lavoratori si è limitata a singole industrie o regioni. Ma il numero di disoccupati tuttora consistente e le forze di lavoro in rapida espansione hanno permesso di attenuare, dopo un certo tempo, tali deficienze mediante l'istruzione del personale effettuata direttamente sul posto di lavoro e la riclassificazione della mano d'opera. Analogamente, grazie al cospicuo volume di investimenti attuati nel recente passato, dal dicembre 1964 al marzo 1966 il coefficiente di utilizzo della capacità di produzione nell'industria manifatturiera è cresciuto soltanto dall'88 al 90,5%; sebbene in singoli settori dell'industria vi siano state pressioni inerenti al ritmo della produzione, la relazione esistente fra la capacità e il suo impiego non ha superato, generalmente, il livello considerato ottimo.

Nel valutare le misure di politica economica richieste dalla situazione si è dovuto tuttavia tener conto della rapidità dell'espansione, nonché della previsione che essa sarebbe continuata con un ritmo tale da sottoporre le risorse ad una pressione sempre maggiore. Per entrambe queste ragioni è risultato opportuno un mutamento nell'orientamento della politica economica, dagli incentivi al contenimento. Sebbene tali misure non dovessero mirare a conseguire una riduzione dell'attività, era loro compito di rallentare il saggio di incremento della domanda, per evitare che si venisse a creare un clima inflazionistico. Per la prima volta da quando la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti ha incominciato ad accumulare cospicui saldi passivi, le misure richieste per assicurare l'equilibrio interno ed esterno non si sono rivelate fra loro contraddittorie.

In queste condizioni, all'inizio del 1965 la politica monetaria si è mossa in senso restrittivo. Le riserve libere delle banche si sono ridotte fino a raggiungere un cospicuo importo negativo, livello al quale sono state mantenute sin quasi alla fine dell'anno. Nel frattempo si è tuttavia registrata una sensibile espansione nella domanda di credito, che ben presto si è rispecchiata nel costo del denaro. Il movimento ascendente nei saggi d'interesse ha avuto inizio nell'estate, è accelerato notevolmente nell'autunno, provocando, all'inizio di dicembre, l'aumento del saggio ufficiale di sconto dal 4 al 4,5%. Sebbene la politica monetaria avesse accentuato le restrizioni, i prestiti bancari hanno continuato la loro rapida espansione, anche per effetto della previsione da

parte dei prenditori di crediti che si sarebbe verificata una nuova stretta nel settore creditizio. Nel 1966, i saggi d'interesse hanno pertanto seguito a consolidarsi. In contrasto con quanto era avvenuto in una fase precedente dell'espansione, l'incremento registrato negli ultimi nove mesi non si è limitato ai saggi d'interesse a breve, che sono cresciuti di circa un punto, ma ha investito anche i saggi a medio ed a lungo termine che sono saliti approssimativamente di mezzo punto.

Nei primi mesi del 1966 si è inoltre reso evidente che il necessario contenimento non era più conseguibile con la sola politica monetaria. Tenuto conto dei saggi d'interesse spinti a livelli elevati se confrontati con quelli delle loro serie storiche, e avuto riguardo alla necessità di non compromettere la futura flessibilità della politica monetaria e soprattutto alla prospettiva di una continua espansione nella domanda globale, tale da intensificare le pressioni di mercato, si imponeva il ricorso a una politica fiscale restrittiva. Ovviamente, l'economia aveva davanti a sé un altro anno di rapido progresso, ma questa volta con segni di squilibrio e un margine molto ridotto di mano d'opera non utilizzata. Le società stavano progettando di accrescere gli investimenti fissi in misura ancora maggiore che nel 1965; la domanda per consumi, sostenuta dall'entrata in vigore di una nuova ondata di riduzioni nelle imposte sui medesimi, presentava scarsi sintomi di rallentamento; la spesa del governo federale, dei governi statali e delle autorità locali per programmi di natura civile era destinata a subire un nuovo cospicuo incremento; e, per finire, l'intensificazione della guerra nel Vietnam avrebbe fatto aumentare notevolmente il fabbisogno del governo di mano d'opera e di capitali.

Di conseguenza, nella primavera del 1966 sono state adottate alcune misure fiscali restrittive: le riduzioni nelle imposte sulle vendite di automobili e sui servizi telefonici, entrate in vigore il 1° gennaio, sono state differite di due anni; l'ammontare per imposte personali sul reddito, soggetto a trattenuta durante l'anno, è stato aumentato e il pagamento delle imposte sulle società accelerato. Il governo ha inoltre dichiarato di essere pronto a chiedere l'approvazione di ulteriori misure in questo campo se, come appare probabile, quelle recentemente introdotte si dimostreranno insufficienti a contenere le pressioni inflazionistiche.

Tali misure, adottate per affiancare le restrizioni nel campo monetario, sembrerebbero appropriate anche alla luce di considerazioni inerenti all'equilibrio esterno. Nonostante il sensibile progresso compiuto sotto taluni aspetti, la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti ha continuato nel 1965 ad essere poco soddisfacente. Certo, il saldo passivo (calcolato in base al concetto di "liquidità") si è ridotto di \$1,5 miliardi, scendendo a \$1,3 miliardi e sarebbe stato ancora minore, se il governo britannico non avesse venduto una parte considerevole dei titoli di società americane da esso possedute. Questo miglioramento complessivo nasconde tuttavia l'insorgenza di una certa evoluzione sfavorevole, che potrà rendere assai più difficile il compito di ridurre ulteriormente il deficit nel 1966.

Il programma di limitazione volontaria delle esportazioni di capitali è certamente la ragione principale per cui il loro deflusso dagli Stati Uniti si è quasi dimezzato. L'importo di \$3 miliardi così risparmiato è dovuto, quasi interamente, ad un'inversione di tendenza nei movimenti di capitali a breve, passati da un'uscita di \$2 miliardi nel 1964 ad un afflusso di \$0,7 miliardi nel 1965. Per contro, l'uscita netta di capitali privati a lungo termine è in complesso diminuita di poco; un notevole incremento nel deflusso di fondi per scopi di investimento diretto ha compensato gli effetti di una forte contrazione nei prestiti a lungo termine, mentre gli acquisti americani di titoli esteri sono rimasti altrettanto elevati che quelli dell'anno precedente.

Due terzi del miglioramento che gli Stati Uniti hanno conseguito nel conto capitali privati sono stati peraltro annullati da una riduzione di \$2 miliardi nell'avanzo commerciale. Le importazioni sono cresciute con un ritmo persino più rapido della domanda interna, mentre le esportazioni sono aumentate soltanto in misura modesta, in seguito, in parte, al più lento progresso economico in Europa, America latina e Giappone.

All'inizio del corrente anno, le autorità si sono pertanto trovate a dover fronteggiare l'eventualità che alcuni degli sviluppi sfavorevoli, registrati nella bilancia dei pagamenti durante l'anno precedente, possano persistere nel 1966. Dato, soprattutto, il permanere di un ritmo intenso nell'espansione economica, è apparso prevedibile un ulteriore rapido aumento delle importazioni, mentre la guerra nel Vietnam è andata provocando spese addizionali all'estero. Inoltre, considerata l'ampiezza dei risultati conseguiti nel 1965 dal programma relativo alla bilancia dei pagamenti, è sembrato probabile che nel 1966 la riduzione nel deflusso di capitali sarà assai inferiore a quella dell'anno precedente; e ciò, nonostante la prospettiva di qualche miglioramento, dato il potenziamento del programma avvenuto in dicembre e l'intensificazione dei suoi effetti per le condizioni creditizie più tese esistenti negli Stati Uniti. Questa situazione ha richiesto pertanto la stessa politica economica restrittiva che è stata dettata da ragioni interne.

### **Regno Unito.**

Dodici mesi orsono, il problema immediato dell'economia britannica era costituito dal cospicuo deficit della bilancia dei pagamenti e dall'atmosfera di sfiducia nella sterlina. Tutto ciò era peraltro provocato dall'eccessiva domanda interna che premeva sulle risorse produttive, determinando non soltanto una forte eccedenza delle importazioni sulle esportazioni, ma anche l'inflazione nei costi e prezzi interni.

Date queste condizioni, furono prese numerose misure per contenere la domanda interna. Il bilancio pubblico, presentato nell'aprile 1965, prevedeva per l'anno finanziario 1965-66 aumenti delle imposte dirette e indirette per £164 milioni. A ciò fece seguito l'inasprimento della politica monetaria: le banche vennero invitate a effettuare speciali depositi presso la Banca d'Inghilterra e ricevettero la richiesta di non compensare questa riduzione

di liquidità con la cessione di titoli governativi. In aggiunta, durante un anno, fino alla metà di marzo 1966, le banche avrebbero dovuto limitare l'incremento delle anticipazioni al settore privato a non più del 5%. Alla fine di luglio queste misure furono integrate con altre destinate a ridurre ulteriormente la domanda: si resero più severi i controlli sul credito al consumo, si imposero limitazioni all'edilizia privata (esclusa la costruzione di case e di stabilimenti industriali) e si stabilì che i nuovi progetti in conto capitali di carattere non industriale, relativi al settore pubblico, dovessero subire un rallentamento. Queste misure costituivano di per sé un programma abbastanza vigoroso di contenimento e sembravano tali da consentire un'attenuazione del "boom" per la fine dell'anno. Nella fattispecie tuttavia la pressione esercitata dalla domanda sulle risorse continuò a farsi sentire durante tutto l'anno finanziario e al momento di presentare il bilancio, nel 1966, la disoccupazione era scesa ad un livello inferiore a quello dell'anno precedente.

Questo risultato può essere attribuito a due fattori che, nello scorso anno, hanno continuato a provocare l'espansione della domanda globale: la spesa del settore pubblico e i salari crescenti. Per quanto concerne il settore pubblico, la spesa per consumi è aumentata in misura maggiore che nell'anno precedente, in seguito all'incremento delle spese governative. Anche gli investimenti pubblici sono cresciuti, sebbene meno rapidamente, e la relativa espansione va attribuita soprattutto alle imprese pubbliche. E' trascorso un certo periodo di tempo prima che si potessero sentire gli effetti delle nuove misure adottate nel frattempo per dilazionare determinati nuovi progetti in conto capitali nel settore pubblico.

Malgrado l'aumento delle imposte, nell'anno finanziario 1965-66 il disavanzo generale di bilancio è salito a £576 milioni contro £386 milioni nell'anno finanziario precedente. Un disavanzo di bilancio di siffatte dimensioni non ha potuto non tendere a controbilanciare l'effetto della stretta creditizia sulla liquidità dell'economia. L'espansione del credito bancario al settore privato è rimasta al disotto del limite massimo del 5%; ciò non di meno, i depositi delle banche affiliate alla stanza di compensazione sono aumentati del 7% e il totale dei mezzi di pagamento in misura ancora maggiore.

L'incremento dei salari ha rappresentato un fattore assai più importante nel mantenere la pressione della domanda globale. Allo scopo di rafforzare la politica di contenimento dei redditi, il governo ha istituito un Comitato nazionale per i prezzi e i redditi, proponendo di conferirgli poteri legali. Ma, siccome erano già in corso negoziati per cospicui miglioramenti salariali, l'effetto immediato sugli accordi raggiunti è stato assai modesto, soprattutto considerata la situazione di tensione esistente sul mercato del lavoro. Nello scorso anno, i saggi dei salari orari sono cresciuti di circa il 7% e, dato che vi è stata una notevole corsa delle remunerazioni verso più alti livelli, i guadagni orari sono aumentati, in media, del 9,5%. Oltre alla tensione esistente sul mercato del lavoro e alla consistenza dei miglioramenti salariali,

anche la tendenza generale a ridurre la settimana lavorativa da quarantadue a quaranta ore ha favorito l'incremento dei salari e guadagni orari.

In seguito, in ampia misura, all'incremento dei salari, ma anche a causa delle migliorate prestazioni della sicurezza sociale e dei maggiori esborsi per dividendi, i redditi personali sono cresciuti di oltre il 7%. Dopo aver tenuto conto dei più elevati versamenti per imposte dirette e contributi per la sicurezza sociale, i redditi personali disponibili sono aumentati del 5,7% e ciò ha significato un'espansione pressochè uguale nella spesa per consumi a prezzi correnti. Per alcuni mesi dopo la presentazione del bilancio pubblico è sembrato che la spesa per consumi dovesse indebolirsi, ma verso la fine del 1965 e all'inizio del 1966 si è di nuovo ripresa.

Un fattore che ha influito favorevolmente sulla dinamica della domanda monetaria è costituito dalle esportazioni, le quali sono cresciute del 7%, su base annuale. In valore assoluto, l'incremento è stato peraltro assai meno importante di quello nella spesa per consumi o del settore pubblico, dato che le esportazioni concorrono con un'aliquota minore alla formazione della spesa nazionale globale.

L'espansione nella domanda è stata assorbita, in parte, da una crescente produzione, ma in misura alquanto maggiore da prezzi più elevati. A prezzi costanti, il prodotto nazionale lordo è aumentato del 2,3% nel 1965 in confronto del 5,5% nel 1964. Il minore incremento della produzione globale, in presenza di una domanda vivace e di una riduzione nella disoccupazione, può essere spiegato parzialmente con la diminuzione nella media delle ore lavorative. Ma occorre anche cercarne la ragione nello stesso incremento dei prezzi. A prescindere dalla pressione che la domanda ha esercitato sui prezzi, il rapido miglioramento dei salari ha ovviamente aumentato i costi, che hanno impresso una spinta ai prezzi e così limitato l'espansione della domanda effettiva. Si stima che nel 1965 i costi per salari siano saliti del 6,5%. Per quanto riguarda i prezzi, l'incremento di quelli al consumo è ammontato al 4,5%, di cui circa un terzo è da attribuire a imposte indirette e ad altri tributi. E' stato affermato che la politica dei redditi ha contribuito temporaneamente a contenere, in una certa qual misura, gli incrementi nei prezzi, sicchè nei mesi futuri si potranno verificare adeguamenti di prezzi ai livelli più elevati dei costi.

Dato il prevalere di condizioni inflazionistiche, la notevole riduzione nel saldo passivo della bilancia dei pagamenti può senz'altro essere considerata un successo. Nelle partite correnti e nel conto capitali a lungo termine il disavanzo è sceso da £769 milioni nel 1964 a £354 milioni nello scorso anno, mentre nel quarto trimestre del 1965 si è quasi raggiunto l'equilibrio. Il miglioramento nel disavanzo nella posizione monetaria è stato ancora maggiore — da £747 a 249 milioni — in quanto la partita bilanciante positiva ha registrato un cospicuo incremento. Questo andamento è da attribuire soprattutto all'espansione delle esportazioni, che sono cresciute con un ritmo molto più vivace di prima. L'aumento è dovuto in primo luogo alla domanda assai sostenuta negli Stati Uniti e in Germania, la quale ha più che compen-

sato la contrazione nelle esportazioni verso la Francia e l'Italia. In aggiunta si è verificata una forte riduzione nel deflusso di capitali a lungo termine rispetto al loro elevatissimo livello dell'anno precedente, per effetto, in parte, dei controlli valutari più rigorosi adottati dal governo in aprile e quindi ancora in luglio.

D'altra parte, nel 1965 il volume delle importazioni ha continuato ad essere cospicuo, tanto da superare, sebbene di poco, quello dell'anno precedente. Ci si sarebbe potuto attendere una modesta diminuzione delle importazioni per due ragioni: in primo luogo, perchè nell'ottobre 1964 era stato introdotto il dazio addizionale sulle importazioni e secondariamente, perchè nello scorso anno, l'accumulazione di scorte è stata assai inferiore rispetto all'alto livello toccato nel 1964. Tuttavia, questi fattori sono stati più che compensati dalla pressione esercitata dalla domanda finale interna. In particolare, il mantenimento del "boom" negli investimenti ha provocato un incremento nelle importazioni di beni strumentali del 14%. D'altro canto, il dazio addizionale sulle importazioni ha evidentemente influito sugli acquisti all'estero di beni di consumo, che hanno subito una flessione dell'11%, mentre la spesa per i consumi è cresciuta contemporaneamente di oltre il 5%.

Nei primi mesi del 1966 il ritmo dell'attività economica si è andato intensificando e le importazioni sono cresciute in misura corrispondente. Sebbene l'accelerazione fosse probabilmente dovuta, in parte, a fattori temporanei - e in particolare ad una più elevata spesa per consumi in previsione dell'aumento delle imposte sugli acquisti - la pressione della domanda era tuttora forte. All'inizio di febbraio, le autorità hanno perciò annunciato che, fino a nuovo avviso, i crediti al settore privato da parte delle banche e di altre istituzioni finanziarie avrebbero dovuto essere contenuti entro i limiti precedentemente fissati per il marzo 1966; nello stesso tempo hanno inasprito ulteriormente le restrizioni sulle vendite rateali.

In aprile sono apparsi sintomi di miglioramento della situazione, ma a causa del permanere di una domanda eccessiva, nel maggio 1966 è stato presentato un bilancio pubblico restrittivo. Il gettito delle imposte addizionali, previsto in £386 milioni per l'anno finanziario, farà aumentare il totale delle entrate pubbliche di poco meno del 4%. L'aumento tributario proposto è stato superiore del doppio a quello incluso nel bilancio precedente. Nonostante una continua e cospicua espansione della spesa, si ritiene che i nuovi tributi, insieme al crescente gettito di quelli esistenti, provocheranno nel 1965-66 un incremento di £358 milioni nell'avanzo ordinario, che raggiungerà perciò il livello di oltre £1.000 milioni. Poichè il debito pubblico consolidato non dovrebbe crescere più di £69 milioni, il disavanzo generale dovrebbe ridursi di £289 milioni: da £576 a 287 milioni.

Per quanto riguarda le nuove entrate, un importo di £315 milioni verrà raccolto con una imposta selettiva sull'occupazione, la quale tuttavia eserciterà sulla domanda per consumi un'influenza meno drastica che non le imposte sul reddito e di consumo. La nuova imposta si propone di estendere la base imponibile ai servizi e di provocare uno spostamento della mano d'opera da



**Regno Unito: Bilancio pubblico.**

Voci	Anno finanziario				
	1963-64	1964-65	1965-66	1966-67	
	Rendiconto			Stime prima   dopo le variazioni	
milioni di sterline					
<b>Entrate ordinarie</b>					
Imposte dirette e indirette . . . . .	6.649	7.431	8.324	8.945	9.331
Altre entrate . . . . .	639	726	821	893	893
<b>Totale entrate . . . . .</b>	<b>7.288</b>	<b>8.157</b>	<b>9.145</b>	<b>9.838</b>	<b>10.224</b>
<b>Spese ordinarie</b>					
Servizi di approvvigionamento . . . . .	6.000	6.480	7.140	7.728	7.728
Servizio permanente del debito consolidato . . . . .	1.198	1.233	1.316	1.449	1.449
<b>Totale spese . . . . .</b>	<b>7.198</b>	<b>7.713</b>	<b>8.456</b>	<b>9.177</b>	<b>9.177</b>
<b>Avanzo . . . . .</b>	<b>90</b>	<b>444</b>	<b>689</b>	<b>661</b>	<b>1.047</b>
<b>Prestiti del debito consolidato (al netto) . . . . .</b>	<b>- 527</b>	<b>- 830</b>	<b>- 1.265</b>	<b>- 1.334</b>	<b>- 1.334</b>
<b>Disavanzo generale (-) . . . . .</b>	<b>- 437</b>	<b>- 366</b>	<b>- 576</b>	<b>- 673</b>	<b>- 287</b>

questi e dall'edilizia all'industria manifatturiera. Siccome il versamento dell'imposta avrà inizio in settembre, mentre i rimborsi, cui alcune industrie avranno diritto, incominceranno soltanto a partire dal febbraio successivo, nel corrente anno finanziario il gettito sarà maggiore che in quelli successivi, quando scenderà a £240 milioni. Quantunque sia possibile che l'imposta produca anticipatamente qualche modesto effetto, la sua massima efficacia si farà sentire soltanto in settembre. Nei mesi futuri, le pressioni della domanda potranno peraltro essere alquanto meno forti, a causa degli acquisti che hanno preceduto, come sopra menzionato, l'introduzione del bilancio pubblico. Una lieve attenuazione temporanea di questo genere era stata notata anche nei mesi successivi alla presentazione del bilancio del 1965.

Il Cancelliere dello Scacchiere ha pure annunciato che il dazio addizionale sulle importazioni, introdotto nel 1964, verrà abolito nel prossimo novembre. Per consolidare ulteriormente la bilancia dei pagamenti in vista di questa scadenza, è stato stabilito un programma per ridurre il deflusso di fondi per scopi di investimento verso i paesi sviluppati appartenenti all'area della sterlina. Con la cooperazione delle grandi industrie britanniche e sotto la vigilanza della Banca d'Inghilterra, il programma mira a differire di un anno o due tutti gli investimenti nei predetti paesi che non possono essere finanziati con risorse estere o non promettono un "vantaggio rapido, cospicuo e continuo per la bilancia dei pagamenti". Il Cancelliere dello Scacchiere ha inoltre annunciato una severa revisione delle spese governative all'estero e prossimi negoziati con il governo federale tedesco per eliminare il costo in valute estere connesso alle truppe britanniche di stanza in Germania.

Le ulteriori misure restrittive introdotte dal nuovo bilancio pubblico rappresentano un elemento importante nella lotta per la stabilità dei prezzi e l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Perché tali misure siano coronate

da successo sarà tuttavia necessario accettare la situazione tesa nel settore creditizio, che sarà il risultato naturale delle misure stesse; e occorrerà soprattutto fermare gli aumenti salariali inflazionistici.

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

Durante lo scorso anno, l'evoluzione dell'economia nei paesi continentali dell'Europa occidentale si è svolta in grado assai ampio sotto l'influenza delle misure che, nella maggior parte dei paesi, erano state adottate precedentemente per frenare l'inflazione. Si è registrato di conseguenza un generale e sensibile rallentamento nell'attività economica. Ciò nonostante, le risorse hanno continuato ad essere sottoposte a pressione e numerose economie hanno operato ancora ad un livello di più che piena occupazione. Poichè non tutte le misure restrittive sono state adottate nello stesso momento ed applicate con lo stesso vigore, i loro effetti sono stati assai diversi nei singoli paesi.

In Italia, Francia e Belgio, le cui autorità avevano, verso la fine del 1963 o all'inizio del 1964, intrapreso un'energica azione per arrestare l'inflazione, l'incremento del prodotto nazionale lordo reale (3-3,5%) è stato, rispetto all'anno precedente, tra i più bassi conseguiti nell'Europa continentale. I predetti paesi hanno peraltro potuto attenuare per primi le misure restrittive, sia perchè il rialzo dei prezzi era stato frenato, sia perchè la domanda globale si era ridotta ad un punto critico. Di conseguenza, nel 1965, e soprattutto nel secondo semestre di tale anno, essi hanno registrato in complesso un progresso più rapido di quello dei paesi la cui energia nel combattere l'inflazione era stata minore.

Questa fisionomia ha assunto particolare evidenza in Italia. Le misure restrittive introdotte verso la fine del 1963 furono ben presto seguite da un forte movimento discendente dell'attività economica che si protrasse per quasi tutto il 1964. Poi ebbe inizio la ripresa, la cui intensità era tuttavia ancora insufficiente per far uscire l'economia decisamente dal suo stato di depressione. Poichè la situazione richiedeva chiaramente ulteriori misure, durante tutto il 1965 le autorità hanno continuato a stimolare l'economia e verso la fine dell'anno e nei primi mesi del 1966 la ripresa ha assunto un ritmo assai più intenso.

Pure in Francia il programma di stabilizzazione, introdotto nel settembre 1963, ha provocato un forte rallentamento dell'espansione. L'economia ha ristagnato ad un elevato livello per tutto un anno, fino alla primavera del 1965, quando si sono incominciati a notare sintomi di ripresa. Questa è andata accelerando all'inizio dell'autunno e ha continuato con lo stesso ritmo nei primi mesi del 1966, quando sono state adottate ulteriori moderate misure dirette a favorire l'espansione.

In Belgio, paese nel quale le principali misure restrittive erano state introdotte alquanto più tardi che in Italia e in Francia, il consolidamento ha avuto inizio soltanto verso la fine del 1965; vi hanno contribuito l'attenuazione delle limitazioni sugli investimenti pubblici nell'aprile 1965 e un

**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	Impianti e attrezzature	Abitazioni			
percentuali									
Austria . . . . .	1963	5,2	6,2	2,6	3,0	0,5	8,9	7,9	3,9
	1964	4,4	5,2	8,1	9,3	2,9	9,0	9,3	6,6
	1965	4,4	3,7	5,0	6,5	- 1,5	6,6	9,7	3,0
Belgio . . . . .	1963	5,5	11,6	2,1	4,2	- 5,7	7,3	8,6	4,8
	1964	4,2	3,0	7,3	1,4	31,5	13,0	12,6	5,0
	1965	3,0	6,5	1,0	3,0	- 5,0	11,0	8,5	3,0
Danimarca <sup>1</sup> . . . . .	1963	0,4	4,6	- 2,3	- 2,2	- 3,4	10,5	- 1,4	1,9
	1964	5,9	5,2	20,1	18,5	28,2	8,8	19,9	7,3
	1965	4,5	4,6	5,6	4,4	11,3	9,2	6,9	5,0
Finlandia . . . . .	1963	4,4	7,4	- 0,8	- 2,0	2,8	1,9	- 1,4	2,3
	1964	4,5	3,7	8,1	14,0	- 9,3	5,8	19,4	6,4
	1965	5,4	5,9	7,3	8,7	2,0	4,1	5,6	5,0
Francia . . . . .	1963	6,8	1,2	7,6	6,8	10,0	8,2	12,3	5,2
	1964	4,7	4,8	11,8	7,6	24,6	7,7	12,2	5,9
	1965	3,2	2,1	5,3	3,8	9,3	11,0	3,7	3,4
Germania . . . . .	1963	3,0	8,3	2,8	3,6	0,0	9,6	8,3	3,5
	1964	5,4	- 0,6	11,9	12,4	10,0	10,3	10,9	6,6
	1965	6,2	6,8	6,4	7,9	- 0,2	7,1	14,2	4,5
Italia . . . . .	1963	8,9	5,1	8,5	7,1	12,1	6,9	22,4	5,5
	1964	2,3	4,0	- 6,5	- 12,0	6,0	11,6	- 5,1	2,7
	1965	2,1	3,7	- 8,2	- 9,3	- 6,0	19,9	0,9	3,4
Norvegia <sup>1</sup> . . . . .	1963	3,7	3,2	8,5	9,9	0,3	10,1	9,2	4,7
	1964	4,1	6,0	4,7	5,2	2,0	10,7	8,1	6,4
	1965	2,6	10,7	6,8	7,2	4,3	7,3	9,5	5,9
Paesi Bassi . . . . .	1963	6,6	4,7	2,0	1,7	4,1	5,9	9,1	3,1
	1964	5,7	1,6	16,5	14,2	28,4	11,9	15,0	8,2
	1965	7,0	1,6	6,5	5,0	13,4	8,6	6,2	5,5
Svezia <sup>1</sup> . . . . .	1963	5,0	6,1	7,4	7,2	7,9	6,6	6,5	4,9
	1964	5,3	5,8	7,4	6,1	11,8	11,9	10,7	7,9
	1965	3,9	6,0	5,7	7,0	1,8	2,6	9,0	3,4
Svizzera . . . . .	1963	5,1	8,2	6,4	7,8	2,1	5,3	5,2	4,6
	1964	4,4	6,0	8,7	8,1	10,5	6,8	8,7	5,0
	1965	3,7	3,4	1,5	0,3	5,0	7,8	1,9	4,3
Totale . . . . .	1963	5,4	6,0	4,8	4,8	4,9	8,1	9,9	4,3
	1964	4,5	2,3	7,7	6,5	11,7	10,0	9,8	5,7
	1965	4,2	4,9	4,2	4,1	4,4	8,9	7,4	4,0
Regno Unito . . . . .	1963	4,6	1,5	2,4	2,5	2,1	4,3	3,2	4,4
	1964	3,7	1,8	16,4	14,0	26,7	3,4	8,6	5,4
	1965	1,5	3,8	3,7	3,8	2,9	5,2	2,1	2,3
Stati Uniti . . . . .	1963	4,1	1,8	4,3 <sup>2</sup>	4,8	2,8	7,3	3,9	3,8
	1964	5,6	0,2	6,3 <sup>2</sup>	8,8	- 0,4	13,4	5,3	5,0
	1965	5,9	2,2	7,2 <sup>2</sup>	10,5	- 2,4	1,9	11,8	5,5

<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.

indirizzo meno restrittivo della politica monetaria, deciso nel luglio. All'inizio del 1966 la ripresa ha assunto un ritmo assai sostenuto e, in maggio, le autorità sono dovute intervenire per rallentare l'espansione nella spesa pubblica e nel credito bancario.

Una fisionomia assai differente è emersa nei paesi le cui politiche economiche sono state meno restrittive. In essi, l'attività economica non ha presentato una forte tendenza ascendente durante il 1965 e nei primi mesi del 1966. Il rallentamento è da attribuire ad un complesso di misure che hanno concorso a ridurre la domanda nonché a limitazioni della capacità che hanno ostacolato l'espansione della produzione. Nei paesi in cui la capacità di produzione ha costituito il principale freno al progresso economico, il fenomeno è stato ovviamente accompagnato da un'intensificazione delle pressioni inflazionistiche.

La Germania è, in ampia misura, da includere nell'ultima categoria citata, in quanto la sua espansione è stata limitata dalla penuria di mano d'opera. La domanda ha continuato a crescere rapidamente e a provocare pressioni inflazionistiche, sicché è apparsa evidente la necessità di una politica economica d'impronta restrittiva. Peraltro, all'inizio del 1965, le misure fiscali hanno cominciato a produrre un notevole impulso espansionistico, per effetto di leggi precedentemente approvate, comportanti la riduzione delle imposte sul reddito, l'aumento delle prestazioni delle assicurazioni sociali ed il notevole incremento di altre spese governative. Data questa situazione, la politica monetaria si è orientata verso un energico contenimento. Questa azione ha prodotto qualche effetto nel secondo semestre dell'anno, quando l'attività economica è andata livellandosi. Nel frattempo era stata elaborata una politica fiscale più restrittiva a valere per il 1966, e nei primi mesi di quest'anno si è potuto constatare una lieve riduzione delle forze inflazionistiche.

Anche nei Paesi Bassi ed in Svezia l'attività economica è stata limitata dalla disponibilità di mano d'opera. Ma, mentre ciò ha fatto sì che in Svezia l'espansione sia stata modesta, nei Paesi Bassi la produzione ha continuato a manifestare un movimento ascendente che, negli ultimi sei mesi del 1965, è andato persino accelerando. Il rallentamento dell'attività economica in Svizzera va largamente ascritto alle misure restrittive adottate nella primavera del 1964, la cui applicazione è stata protratta durante tutto lo scorso anno. Sebbene l'economia presenti tuttora sintomi di tensione, le misure stesse hanno provocato una diminuzione delle pressioni derivanti dalla domanda in eccesso.

Un aspetto caratteristico del rallentamento nell'attività economica è offerto dal saggio di espansione nelle spese per investimenti fissi. In Italia, gli investimenti fissi sono effettivamente diminuiti per il secondo anno consecutivo, nonostante un'intensificazione dei lavori pubblici; l'edilizia residenziale si è contratta notevolmente, mentre le spese per attrezzature sono diminuite fino alla metà del 1965, per riprendersi poi solo gradualmente. In Belgio si è registrata un'ulteriore modesta espansione negli investimenti fissi effettuati

dalle aziende, ma l'edilizia si è contratta ed i lavori pubblici hanno subito riduzioni. Il risultato è stato che il totale degli investimenti fissi ha avuto soltanto una modesta variazione. In Francia, il saggio di incremento delle spese per investimenti fissi si è ridotto dall'11,8 al 5,3%, sebbene si sia verificato un aumento nella formazione di capitali pubblici. Le imprese private, i cui margini di profitto sono stati compressi da costi crescenti e prezzi bloccati, hanno investito meno che nel 1964; insieme ai fattori della ripresa, il credito d'imposta del 10% per investimenti, annunciato lo scorso febbraio, dovrebbe tuttavia portare ad un miglioramento.

Anche nella maggioranza degli altri paesi, gli investimenti fissi lordi sono cresciuti con un ritmo assai più lento che nel 1964. In termini reali, il saggio d'incremento è passato dall'11,9 al 6,4% in Germania, dall'8,7 all'1,5% in Svizzera, dal 16,5 al 6,5% nei Paesi Bassi e dal 20,1 al 5,6% in Danimarca. La riduzione è stata assai minore in Svezia, dato che una moderata ripresa negli investimenti in impianti ed attrezzature ha compensato gran parte della flessione nell'edilizia residenziale. In Germania, le spese per attrezzature sono ancora una volta cresciute - di oltre il 10% - ma con il progredire dell'anno si è verificata una decelerazione; d'altra parte, l'edilizia (soprattutto il settore dei lavori pubblici) ha registrato un incremento assai minore, in seguito soprattutto alle sfavorevoli condizioni atmosferiche.

In Francia e Belgio, l'espansione dei consumi privati è stata meno ampia che nel 1964, mentre in Italia è rimasta praticamente invariata. In tutti e tre i paesi si è tuttavia notata una decisa ripresa nel secondo semestre dell'anno, alla quale hanno contribuito, in Italia, la sospensione delle restrizioni sulle vendite rateali e, in Belgio, la previsione che nel 1966 sarebbero state aumentate le imposte sui consumi. Anche in Svizzera il saggio di incremento dei consumi privati è alquanto rallentato, in parte a causa della riduzione nelle forze lavorative. In Germania e, in misura anche superiore, nei Paesi Bassi, i consumi privati hanno invece progredito, sebbene, in Germania, abbiano incominciato a rallentare verso la fine del 1965.

Il forte aumento delle spese per consumi pubblici che, nel 1965, si è verificato praticamente in tutti i paesi dell'Europa continentale, è da considerarsi inquietante, in un momento in cui, nella maggioranza di essi, sarebbe stato necessario contenerle. Mentre in Francia l'incremento si è limitato al 4,5% in termini monetari, esso ha toccato il 9% in Svizzera, l'11% in Italia, il 12% in Germania, il 13% nei Paesi Bassi e in Svezia, e il 15% nel Belgio. Questi aumenti sono da attribuire per lo più ai cospicui miglioramenti apportati nelle remunerazioni dei dipendenti statali.

La domanda estera ha dimostrato di essere uno dei principali elementi di forza per i paesi dell'Europa continentale considerati nel loro complesso. Soprattutto le loro esportazioni verso gli Stati Uniti sono cresciute notevolmente - del 17,5% - fornendo uno stimolo importante nel caso di Francia, Italia, Svezia e Germania. Le spedizioni verso il Regno Unito sono invece cresciute soltanto lievemente, in seguito al dazio addizionale sulle importazioni introdotto da questo paese.

L'importanza di questo fattore è stata peraltro assai diversa nei singoli paesi. La domanda estera, proveniente soprattutto dalla Germania, ma anche dagli Stati Uniti, ha fornito un sostegno particolarmente forte alle economie in fase di ripresa quali quelle di Italia, Francia e Belgio. In Germania, per contro, le esportazioni hanno ristagnato ad un elevato livello per la maggior parte dell'anno, dato che le merci sono state destinate al mercato interno e le vendite a Francia e Italia sono rimaste depresse. Nell'ultima parte dell'anno, le vendite all'estero hanno per altro ripreso un rapido movimento ascendente. In Svizzera, le esportazioni sono aumentate regolarmente durante l'anno, in seguito in parte all'effetto del programma di stabilizzazione.

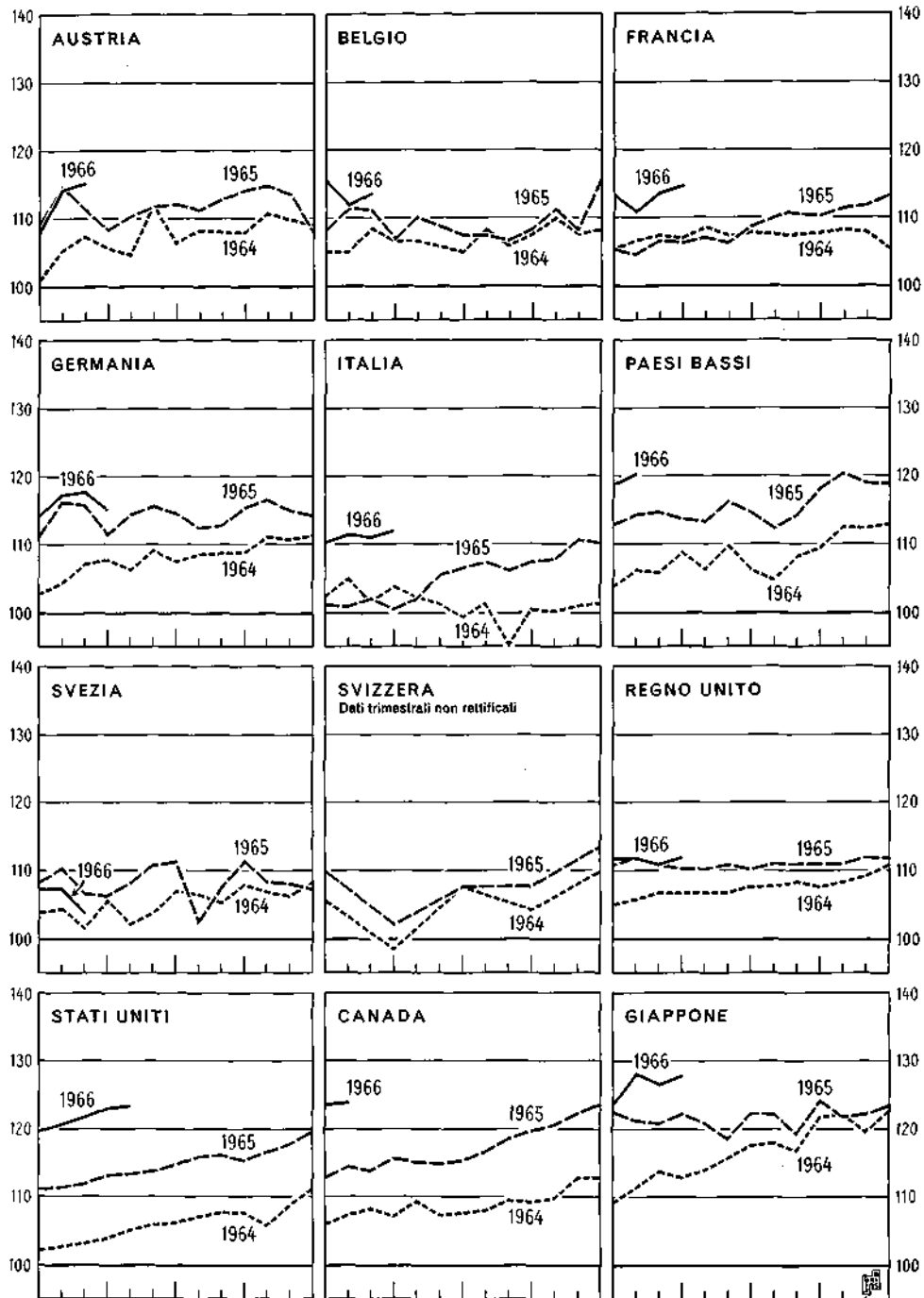
Anche sul piano dell'offerta si è registrata un'ulteriore espansione generale, ma il suo ritmo è stato, ancora una volta, più lento che nel 1964. L'andamento ha ricevuto la sua impronta soprattutto dalla produzione industriale. In complesso, nel settore dei servizi, l'espansione è continuata rapidamente, mentre l'agricoltura ha avuto un'annata meno favorevole che nel 1964. A causa delle avverse condizioni atmosferiche i raccolti sono stati scarsi nella maggior parte dei paesi dell'Europa centrale, soprattutto in Austria, Germania, Paesi Bassi e Belgio. In Francia e Italia, d'altro canto, la produzione agricola è cresciuta ulteriormente.

In Italia, la produzione industriale è aumentata regolarmente rispetto al basso livello raggiunto nell'autunno 1964 ed il progresso si è andato sensibilmente accelerando a partire dalla primavera successiva; nel primo trimestre 1966, l'indice aveva superato di quasi il 10% quello dell'anno precedente. In Francia, la ripresa nella produzione industriale si è avuta soltanto nel secondo semestre del 1965, ma, nei primi mesi del corrente anno, l'indice era del 7% superiore a quello dello stesso periodo del 1965. Il miglioramento si è concentrato nelle industrie di beni di consumo — soprattutto autoveicoli — mentre quelle di beni strumentali hanno continuato a ristagnare. In Belgio, d'altra parte, l'espansione nella produzione industriale si è verificata più tardi ed è stata più moderata.

Nella maggior parte degli altri paesi, invece, gli incrementi nella produzione industriale hanno manifestato la tendenza a ridursi notevolmente durante l'anno. In Germania, per esempio, la produzione industriale ha nel 1965 superato del 5,4% quella del 1964, ma il progresso da dicembre a dicembre è ammontato soltanto all'1,6% e nel primo trimestre del 1966 non ha presentato un risultato molto migliore. Un andamento analogo, sebbene meno sensibile, si è verificato anche in Austria, Svezia, e Norvegia; lo stesso può dirsi per la Svizzera nella prima metà del 1965, mentre successivamente si è notata una ripresa. I Paesi Bassi e la Spagna costituiscono peraltro eccezioni, avendo registrato un'ulteriore cospicua espansione.

Nei paesi in cui l'aumento della domanda ha superato le possibilità interne dell'offerta, il divario è stato in parte colmato con le importazioni. Questo è stato soprattutto il caso in Germania, Svezia, Spagna e Paesi Bassi. Poiché le pressioni esercitate dalla domanda interna sono andate tuttavia

**Produzione industriale.**  
Indici mensili rettificati: 1963 = 100.



attenuandosi verso la fine del 1965, l'espansione nelle importazioni è rallentata in Germania ed altrettanto è avvenuto in Svezia. Nei Paesi Bassi, per contro, l'incremento nelle importazioni si è accelerato notevolmente negli ultimi mesi dell'anno, in seguito sia ad un aumento più rapido nell'attività economica interna, sia ai maggiori acquisti effettuati in previsione delle più elevate imposte di consumo che sarebbero entrate in vigore nel 1966.

In Francia e Italia si è avuto un andamento opposto a quello osservato in Germania. Durante la prima metà dell'anno, le importazioni stavano riducendosi in Francia, mentre in Italia la loro ripresa, dalla severa caduta subita nel 1964, era appena iniziata. Tuttavia, con l'intensificarsi dell'attività economica interna, le importazioni hanno incominciato ad espandersi in Francia, mentre in Italia il loro ritmo si è accelerato.

Nello scorso anno, l'andamento dei prezzi ha continuato ad essere poco soddisfacente nei paesi continentali dell'Europa occidentale. Soltanto in Italia, Francia e Norvegia i rialzi dei prezzi al consumo sono stati contenuti entro il 2,5-3% dal primo trimestre del 1965 al primo trimestre del 1966. Ma anche questi risultati nascondono pressioni manifestatesi precedentemente, che sono state represses con controlli sui prezzi. In tutti gli altri paesi, gli aumenti dei prezzi al consumo sono stati superiori: del 4-5% in Germania, Belgio e Austria, del 5,5% in Svizzera e di circa il 7% in Danimarca, Paesi Bassi e Svezia.

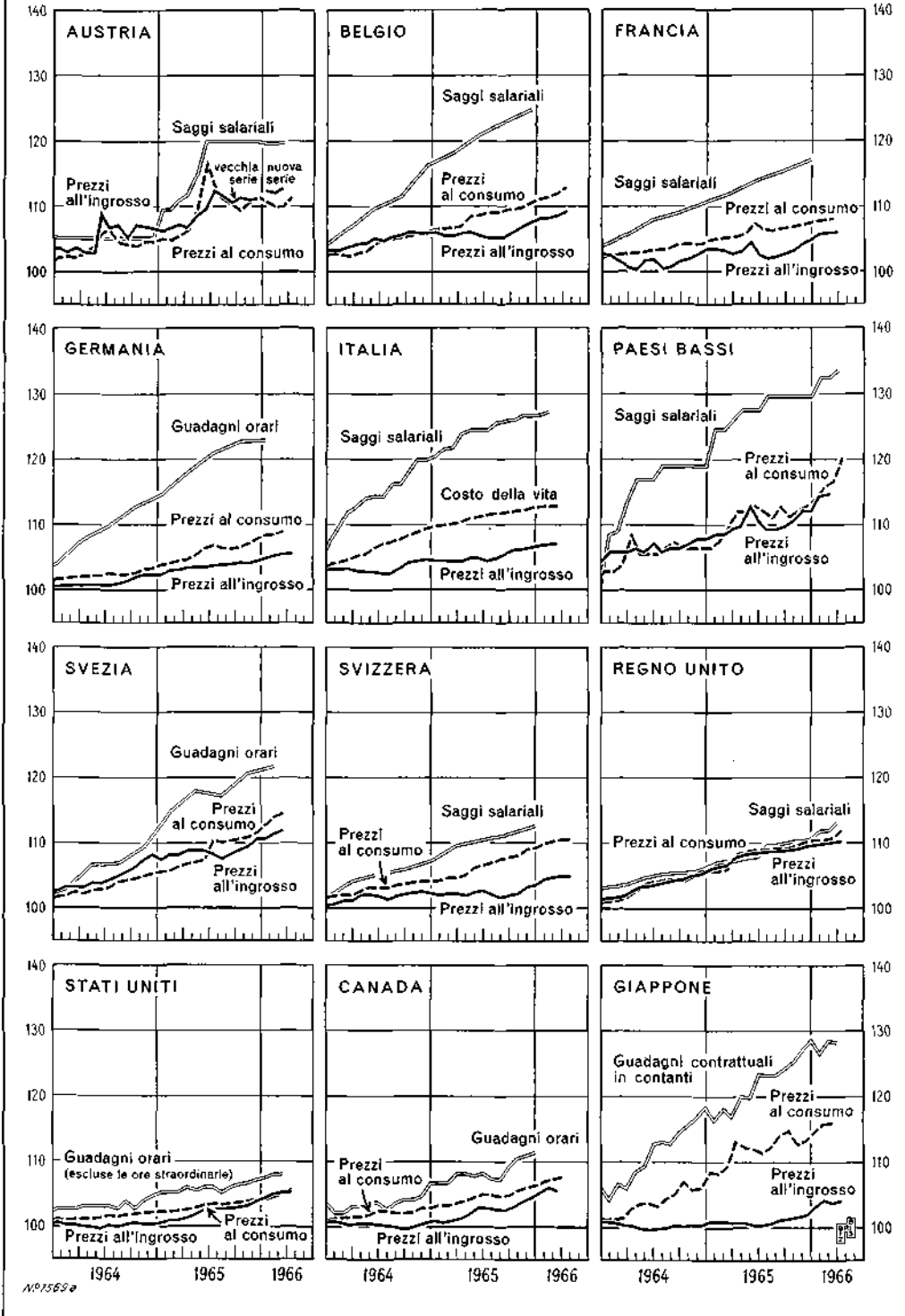
In una certa misura, gli aumenti dei prezzi sono stati il risultato di fattori speciali. In seguito agli scarsi raccolti del 1965, i prezzi dei prodotti agricoli sono cresciuti notevolmente nella maggior parte dei paesi, mentre i rialzi nelle quotazioni di numerosi metalli base sui mercati internazionali, registrati verso la fine del 1964, hanno pure contribuito alla spinta all'insù dei prezzi al consumo che si è verificata nel 1965. Nello scorso anno, le imposte sui consumi sono state aumentate in Danimarca, Svezia, Belgio e Paesi Bassi. Gli incrementi dei prezzi, che ne sono derivati, sono ovviamente da imputare più alla lotta contro l'inflazione che all'inflazione medesima.

Anche tenuto conto di questi fattori speciali, gli aumenti dei prezzi sono stati comunque notevoli. Essendosi manifestati dopo una serie di parecchi anni durante i quali i prezzi hanno presentato un andamento sfavorevole, essi indicano che esiste un problema inflazionistico ribelle e pericoloso. Dal 1958, per esempio, i prezzi al consumo sono cresciuti del 17% in Belgio, del 19% in Germania, del 21% in Svizzera, del 27% nei Paesi Bassi, del 32% in Francia e del 38% in Italia; durante questo periodo, negli Stati Uniti l'incremento è stato soltanto del 10%.

I rialzi dei prezzi registrati lo scorso anno in Francia e Italia sono da attribuire soprattutto alle conseguenze di pressioni prodottesi precedentemente. Le distorsioni che si erano in passato create nei livelli relativi dei saggi salariali fra le varie occupazioni, nonché gli interventi intesi a reprimere gli aumenti di prezzi mediante controlli diretti, dovevano inevitabilmente sfociare in posteriori adeguamenti.



Prezzi all'ingrosso e al consumo e salari industriali.  
Indici: 1963 = 100.



Nella maggior parte degli altri paesi dell'Europa continentale il problema è stato rappresentato essenzialmente dall'ininterrotta domanda in eccesso. Un lungo periodo di espansione in condizioni di più che piena occupazione non può fare a meno di provocare pressioni sui prezzi. La soluzione sta, fondamentalmente, nell'equilibrare la domanda e l'offerta e nell'evitare che le risorse vengano a trovarsi sottoposte a pressione.

Questo scopo non è stato tuttavia raggiunto lo scorso anno, dato che, in complesso, la situazione sul mercato del lavoro ha continuato ad essere estremamente tesa. Le condizioni sono state relativamente meno difficili nei paesi che avevano adottato misure energiche per ridurre la domanda in eccesso. Difatti, in Italia, durante la maggior parte del 1965, la disoccupazione è andata crescendo per il secondo anno consecutivo, non essendosi la ripresa ancora estesa ad alcune industrie che impiegano molta mano d'opera e dato che, nelle industrie che stavano espandendo la propria produzione, questo fine è stato conseguito con il prolungamento della settimana lavorativa. In Francia, dove la disoccupazione è stata assai minore, la fase economica ascendente si è svolta dapprima in modo abbastanza lento da poter essere in ampia misura alimentata con la riduzione delle scorte e l'incremento nella produttività della mano d'opera. In un secondo tempo sono state aumentate le ore lavorative, ma è soltanto verso la fine dell'anno che le condizioni dell'occupazione hanno incominciato a diventare alquanto tese.

In tutti gli altri paesi, la situazione sul mercato del lavoro è rimasta difficile e non è stata aiutata dalla tendenza, diffusasi nell'Europa occidentale, a introdurre una settimana lavorativa più breve e ferie pagate più lunghe. In Germania, per esempio, la riduzione della settimana lavorativa ha quasi del tutto compensato il sensibile incremento delle forze di lavoro, dovuto ad un aumento del 23% nel numero dei lavoratori stranieri, che hanno così raggiunto 1,2 milioni di unità. E poichè le forze lavorative erano già integralmente occupate all'inizio dell'anno, la produzione ha potuto espandersi soltanto nella stessa misura in cui è andata progredendo la produttività; considerata la sostenutezza della domanda, la penuria di mano d'opera ha continuato a crescere durante gran parte dell'anno. Nell'autunno, con il rallentamento della domanda, si sono incominciati a notare sintomi di minore tensione. Un lieve miglioramento nella situazione sul mercato del lavoro è stato osservato anche in Belgio, Danimarca e Svizzera. In quest'ultimo paese esso si è verificato malgrado che alla fine del 1965 le forze lavorative si fossero contratte di quasi il 2%, in seguito alle misure adottate per ridurre il numero dei lavoratori stranieri. Nei Paesi Bassi e in Svezia, per contro, la penuria di mano d'opera non ha dato segni manifesti di volersi attenuare.

Data questa situazione, un nuovo aumento nei costi di lavoro è stato probabilmente inevitabile. In Austria, Danimarca e Svezia, i guadagni orari sono cresciuti di oltre il 10%, in Germania e nei Paesi Bassi dell'8-9% e in Belgio del 7%, mentre in Francia, Italia e Svizzera i saggi dei salari orari sono aumentati del 5-6% e in Spagna di oltre il 14%. Sebbene la produttività abbia continuato ad aumentare con ritmo sostenuto nella maggioranza dei paesi, i costi per unità di lavoro sono cresciuti quasi ovunque

e in misura particolarmente sensibile in Svezia, Austria, Germania e Paesi Bassi. L'incremento è stato più moderato in Francia, Belgio e Svizzera. Soltanto in Italia i costi per unità di lavoro si sono effettivamente ridotti, in seguito ad un aumento nella produttività tipico delle fasi iniziali della ripresa.

Nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale anche il costo del denaro è cresciuto o, nel migliore dei casi, è rimasto ad un livello elevato durante lo scorso anno. In Germania e Danimarca i saggi d'interesse a lungo termine sono cresciuti di oltre un punto, mentre in Svezia e nei Paesi Bassi l'incremento non è stato di molto inferiore. Per tutto l'anno, in Belgio e Svizzera i saggi d'interesse si sono mantenuti a livelli considerati elevati per questi paesi. Soltanto in Italia, essi si sono ridotti rispetto ai livelli eccezionali raggiunti nel 1964, pur rimanendo elevati.

Questa fisionomia di saggi d'interesse alti e crescenti è il riflesso di tre fattori principali. La domanda di credito, soprattutto da parte del settore pubblico, ha manifestato sostenutezza in quasi tutti i paesi. L'espansione del credito, d'altro canto, è stata contenuta dalle autorità, conformemente alla maggioranza dei programmi di stabilizzazione. Da ultimo, le misure adottate dagli Stati Uniti per riequilibrare la bilancia dei pagamenti e, verso la fine dell'anno, la situazione tesa nel settore del credito di questo paese, hanno provocato la riduzione del flusso di capitali verso le nazioni continentali dell'Europa occidentale.

L'aumento dei saggi d'interesse in alcuni dei principali paesi non poteva non concorrere a determinare il rialzo dei saggi anche nel resto del Continente ed il mercato dell'eurodollaro ha svolto una funzione decisiva in questo processo di osmosi. L'andamento di questo mercato durante l'anno ha chiaramente rispecchiato la generale tensione delle condizioni creditizie. I prelievi di fondi effettuati dopo l'introduzione del programma relativo alla bilancia dei pagamenti americana hanno fatto salire i saggi d'interesse per l'eurodollaro fino alla metà del 1965, ma l'incremento è stato riassorbito nei tre mesi successivi, avendo le autorità italiane autorizzato le loro banche commerciali a rifornire il mercato di ampi fondi. Quando questa forma di sostegno è venuta meno e si è verificato il rapido incremento dei saggi d'interesse dei certificati di deposito americani, in ottobre i saggi per l'eurodollaro hanno compiuto un altro balzo in avanti, per poi continuare a salire con ritmo sostenuto. Nell'aprile 1966 superavano di un intero punto il livello di dodici mesi prima e di un punto e un quarto quello sia di febbraio sia di settembre 1965.

Il consolidamento dei saggi d'interesse, che stava diffondendosi da paesi in cui le condizioni creditizie erano tese, ha presentato in qualche caso serie difficoltà per le autorità di paesi, quali Italia e Belgio, che per ragioni tanto interne che esterne desideravano ridurre il livello dell'intera struttura dei propri saggi d'interesse.

Nel 1965, il saldo attivo globale delle bilance dei pagamenti dei paesi continentali dell'Europa occidentale si è contratto di \$0,4 miliardi, ma

ciò nonostante è ammontato a \$2,6 miliardi circa. Il deterioramento relativamente modesto è dovuto ad un incremento nel disavanzo delle partite correnti.

L'Italia tuttavia ha visto la sua bilancia commerciale progredire di non meno di \$1,1 miliardi, sia a causa del rallentamento dell'attività economica all'interno del paese, sia della forte domanda estera, mentre il saldo attivo della sua bilancia dei pagamenti è passato da \$0,8 a \$1,6 miliardi. La Francia ha registrato un saldo attivo nella bilancia dei pagamenti di \$1 miliardo, ossia superiore di circa \$0,3 miliardi a quello del 1964, e ciò è avvenuto nonostante il pagamento anticipato di debiti per \$179 milioni; si è avuto un sensibile progresso nella bilancia commerciale, in parte compensato da un deterioramento nel conto capitali. L'Italia e la Francia si trovano fra i pochissimi paesi che hanno migliorato la propria posizione dei pagamenti rispetto agli anni precedenti.

Difatti, in quasi tutti gli altri paesi, le pressioni indotte dall'eccessiva domanda interna hanno provocato più ampie importazioni, nonché un deterioramento della bilancia dei pagamenti. In Germania, per esempio, l'avanzo commerciale si è dimezzato, riducendosi di \$1,1 miliardi, mentre i conti relativi ai servizi sono peggiorati di \$0,5 miliardi; la contrazione è stata tuttavia compensata in parte da un miglioramento nel conto capitali, sicché la bilancia dei pagamenti si è deteriorata soltanto di \$0,4 miliardi e ha presentato un saldo passivo di \$0,3 miliardi. In Spagna, il disavanzo commerciale è aumentato di due terzi, ossia di \$0,7 miliardi e, malgrado un ulteriore miglioramento nei conti dei servizi, la bilancia dei pagamenti è peggiorata di non meno di \$0,5 miliardi. Le bilance dei pagamenti di Svezia e Austria si sono deteriorate di \$0,2 miliardi e quelle di Danimarca, Finlandia e Paesi Bassi di \$0,1 miliardi ciascuna.

### **Europa orientale.**

Durante l'ultimo decennio, i saggi d'incremento del reddito nazionale nei paesi dell'Europa orientale sono risultati generalmente ben al disotto degli obiettivi stabiliti dai piani, ma sono stati ciò non di meno notevoli. Il progresso più rapido è stato registrato in Bulgaria e Romania — rispettivamente 8,2 e 7,9% all'anno — e quello più lento in Cecoslovacchia e Germania orientale — rispettivamente 4,5 e 5,3%.

I saggi d'incremento per la produzione industriale globale sono stati assai più elevati: dal 7,5% nella Germania orientale ad oltre il 13,5% in Bulgaria. Il divario tra l'espansione dell'industria e l'aumento del reddito nazionale si spiega con il progresso assai più lento dell'agricoltura.

I dati statistici disponibili mostrano che negli anni più recenti l'incremento è andato generalmente rallentando. Tale andamento è in parte il risultato normale del processo di rapida industrializzazione da bassi livelli di partenza, ma è dovuto anche all'importanza che di recente è stata attribuita ad un'espansione equilibrata e ad una migliore qualità. Difatti, il mutamento di indirizzo iniziatosi in alcuni di questi paesi nel 1963-64, si è

generalizzato nel 1965 e ne è derivato un migliore adattamento della produzione alla domanda interna ed esterna, un impiego più efficiente delle risorse produttive e una maggiore consapevolezza del problema dei costi. Nell'avviarsi verso un'economia meno rigida, si è riconosciuto che l'incremento della produttività può essere ottenuto più efficacemente remunerando la capacità e che il sistema dei prezzi dovrebbe essere più intonato con i costi di produzione ed i prezzi mondiali. Si è convenuto che questo risultato poteva essere conseguito nel migliore dei modi, conferendo una maggiore flessibilità alla gestione, soprattutto nell'industria leggera, attraverso più ampi poteri di decisione al livello di fabbrica.

Nel 1965, l'agricoltura, come è accaduto spesso in passato, ha presentato un andamento assai diseguale. In Ungheria e Cecoslovacchia, la produzione è stata inferiore al livello del 1964, mentre in Polonia — paese nel quale i raccolti erano stati scarsi nel 1964 — si è registrato un aumento del 7,5%. Nell'URSS, la produzione agricola ha superato soltanto di poco quella del 1964, che era stato peraltro un anno di raccolti abbondanti.

Nel 1965, il saggio di espansione globale è dovuto, in quasi tutti i casi, soprattutto ai risultati conseguiti nell'industria, che sono stati ottimi. Infatti, si può stimare che la produzione lorda dell'industria per l'area nel suo complesso sia cresciuta di circa l'8,5%, ossia essa ha superato dell'1% la produzione del 1964 e dello 0,5% quella stabilita dal piano. Come in passato, gli incrementi maggiori sono stati registrati in Bulgaria e Romania, rispettivamente del 13,6 e 13,1%. In entrambi i casi, i settori che hanno conseguito i migliori risultati sono stati quelli dell'energia, dei prodotti metallurgici e chimici. Metà, o più di metà, degli incrementi ottenuti è da imputare alla maggiore produttività del lavoro. Nel 1965, in Polonia e nella Germania orientale, la produzione industriale è aumentata praticamente nella stessa misura dell'anno precedente (rispettivamente di oltre il 9 ed il 6%), mentre il divario tra la produzione di beni strumentali e quella di beni di consumo sembra vada riducendosi.

Cecoslovacchia e URSS hanno entrambe registrato miglioramenti rispetto ai risultati conseguiti nell'anno precedente ed agli obiettivi fissati per il 1965. In Cecoslovacchia, la ripresa dalla caduta della produzione, verificatasi nel 1963, è stata sorprendente: l'espansione di oltre il 4% nel 1964 è stato seguito da un balzo di poco meno dell'8% nel 1965. Questo risultato è in parte da imputare all'entrata in attività di diversi progetti iniziati alcuni anni orsono, ciò che spiega anche la maggior produzione per lavoratore pari al 6%. Nell'URSS, l'incremento dell'8,6% nella produzione industriale lorda è da ascrivere, in ampia misura, all'espansione nella produzione dei beni di consumo. Questi beni, dopo essere cresciuti del 5% nel 1963 e del 3,8% nel 1964, nello scorso anno sono aumentati dell'8,5%, eguagliando così praticamente l'andamento registrato nel settore dei beni di produzione.

Nel 1965, due paesi fra quelli compresi nella tabella non hanno raggiunto il livello di produzione industriale del 1964: Albania ed Ungheria, i cui saggi d'incremento, rispettivamente del 3 e 4,3%, sono ammontati soltanto

**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>		
	1964	1965	1966 Piano	1964	1965	1966 Piano	1964	1965	1966 Piano
aumenti annuali, in percento									
Albania . . . . .	4,0	3,0	.	7,4	3,0	.	.	.	.
Bulgaria . . . . .	9,9	6,0	9,0	10,4	13,6	10,6	7,4	6,7	6,0
Cecoslovacchia . .	0,9	2,5	3,8	4,1	7,9	5,5	3,6	5,9	.
Germania orientale	4,5	4,7	5,2	6,7	6,1	5,2	7,3	6,0	.
Polonia . . . . .	6,6	6,0	3,7	9,2	9,1	6,5	5,0	3,9	3,6
Romania . . . . .	11,0	8,0	.	14,4	13,1	10,5	10,2	6,6	7,4
Ungheria . . . . .	4,7	2,0	4,0	8,9	4,3	4,0-6,0	3,4	3,8	3,2-4,8
URSS . . . . .	9,0	6,0	6,4	7,1	8,6	6,7	3,8	4,7	4,7
Jugoslavia . . . . .	12,5	3,0	8,0-10,0	16,0	8,1	7,0-9,0	6,9	5,0	6,0-7,0

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

alla metà delle aliquote conseguite l'anno precedente. In Albania, due scarsi raccolti successivi hanno sfavorevolmente influito sulla produzione delle aziende di trasformazione dei generi alimentari, che rappresentano il settore industriale più importante. Anche in Ungheria l'agricoltura ha avuto un andamento poco favorevole lo scorso anno. Il saggio di espansione della produzione industriale si è inoltre dimezzato, sebbene la riduzione sia stata progettata in modo da contribuire al programma che mirava soprattutto al riassetto della bilancia dei pagamenti del paese. Tale obiettivo è stato raggiunto nel 1965 con una rigorosa limitazione delle importazioni. Contemporaneamente, i guadagni dei lavoratori sono rimasti stabili nominalmente, mentre in termini reali sono lievemente diminuiti. Sembra che il 1965 e il 1966 debbano essere anni decisivi per l'orientamento dell'economia ungherese verso un migliore utilizzo delle risorse e più elevati livelli di qualità.

In Jugoslavia, il principale avvenimento del 1965 è costituito dalla riforma monetaria, introdotta in luglio; il dinaro è stato svalutato del 40%, ricevendo la nuova parità di dinari 1.250 per dollaro S.U. Questa misura è stata la conseguenza degli sviluppi inflazionistici verificatisi nel 1963 e 1964; in questi anni gli investimenti ed i consumi privati erano andati crescendo con un ritmo del 12-14% e il disavanzo negli scambi internazionali aveva continuato ad aumentare, sicché nel 1964 esso toccò il livello di \$430 milioni. In tale anno, l'indice del costo della vita subì un incremento del 18% e i guadagni dei lavoratori registrarono un'espansione del 35-40%, nonostante le misure restrittive adottate a metà dell'anno.

Il piano per il 1965 prevedeva un certo contenimento degli investimenti, ma considerava ancora possibile un aumento del 10%, in termini reali, nei consumi personali. Questa previsione si è dimostrata troppo ottimistica. I prezzi liberi hanno continuato a salire ed altri sono stati aumentati dalle autorità, allo scopo di ridurre il divario fra prezzi interni ed esteri e allentare la pressione sulle risorse. Il risultato è che gli investimenti fissi, in termini

reali, si sono ridotti del 10% rispetto al livello del 1964 (la flessione prevista era del 4%) ed i consumi personali sono cresciuti soltanto del 2-3%. Perciò, mentre le esportazioni hanno mantenuto la loro tendenza ascendente, le importazioni sono diminuite di quasi il 3% contro un'espansione del 25% l'anno prima. I primi risultati della riforma, soprattutto nella bilancia dei pagamenti, sono soddisfacenti, ma l'indebitamento verso l'estero è cospicuo e sarà necessario uno sforzo prolungato per mantenere l'equilibrio fra la domanda interna e le risorse disponibili.

### **Sorveglianza multilaterale.**

In seguito alle difficoltà sorte nelle bilance dei pagamenti negli anni sessanta, i mezzi utilizzati per finanziare i deficit ed i saldi attivi si sono notevolmente accresciuti. Nel decennio precedente, i pagamenti erano stati regolati soprattutto con mezzi prelevati dalle riserve ufficiali e attraverso le facilitazioni rese disponibili dall'Unione europea dei pagamenti. Negli anni recenti, si è fatto peraltro ricorso con frequenza ai crediti che le banche centrali si sono accordati reciprocamente e in ampia misura alle risorse del F. M. I. nonchè ad altre tecniche. Gli spostamenti nelle posizioni verso l'estero delle banche commerciali hanno svolto inoltre una funzione assai più importante di prima, soprattutto attraverso l'espansione del mercato delle eurodivise.

E' alla luce del più ampio utilizzo di crediti internazionali che, nell'autunno 1964, i Ministri del Gruppo dei Dieci hanno deciso di istituire una sorveglianza multilaterale. L'intenzione era di iniziare un esame in comune circa la conformità a sani criteri dei finanziamenti esterni, affinché gli accordi bilaterali di credito non facessero perdere di vista la necessità di adottare energiche misure di adeguamento. A questo proposito bisogna adottare, per le transazioni inerenti ai finanziamenti esterni, un'interpretazione che vada oltre l'utilizzo di riserve e crediti di natura ufficiale, dato che le misure di politica monetaria hanno spesso una notevole influenza, diretta o indiretta, sui movimenti di fondi privati. Il concetto ideale appropriato allo scopo sarebbe quello del deficit o dell'eccedenza di liquidità dell'economia, che comprenda tutte le operazioni con l'estero aventi natura monetaria. In pratica è possibile soltanto approssimarsi ad esso, sommando la posizione a breve sull'estero delle banche commerciali a quella delle attività e passività ufficiali: del tutto sufficiente come metro di misura per la maggior parte dei paesi. A prescindere dal loro utilizzo per la sorveglianza, i dati relativi mettono in evidenza come funziona il sistema monetario internazionale.

Nello scorso anno, le principali variazioni nelle posizioni monetarie verso l'estero hanno rispecchiato i saldi attivi delle bilance dei pagamenti di Italia e Francia e i saldi passivi dei pagamenti di Regno Unito e Stati Uniti.

*Italia.* La bilancia dei pagamenti dell'Italia è passata da una posizione debitoria ad una posizione creditoria nell'aprile 1964, e per il resto dell'anno e per tutto il 1965 il saldo attivo ha continuato a mantenersi ad un livello elevato. In base ai movimenti monetari riportati nella tabella, il saldo attivo

**Italia: Movimenti monetari esterni.**

Voci	1964 aprile- dicembre	1965 anno	Totale aprile 1964- dic. 1965
	milioni di dollari S.U. (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)		
Riserve ufficiali nette . . . . .	+ 865	+ 400	+ 1.265
<i>di cui:</i>			
Oro . . . . .	- 35	+ 295	+ 260
Valute estere . . . . .	+ 770	- 110	+ 660
Riporti . . . . .	-	+ 100	+ 100
Obbligazioni "Roosa" a breve . . . . .	- 150	+ 125	- 25
Passività estere a breve . . . . .	+ 280	- 10	+ 270
Posizione netta F.M.I. e A.G.P.* . . . . .	+ 145	+ 405	+ 550
Altre attività monetarie ufficiali . . . . .	- 35	+ 150	+ 115
Posizione ufficiale netta . . . . .	+ 975	+ 955	+ 1.930
Posizione sull'estero delle banche . . . . .	+ 260	+ 620	+ 880
Saldo complessivo . . . . .	+ 1.235	+ 1.575	+ 2.810

\* Accordi generali di prestito.

per il periodo di ventun mesi è stato di \$2,8 miliardi e, trascurando le variazioni stagionali, il suo importo si è mantenuto al livello abbastanza uniforme di \$135 milioni al mese. Questo ammontare rappresenterebbe un cospicuo saldo attivo per qualsiasi paese ed il suo finanziamento non poteva quindi venire lasciato ad inflessibili regole del giuoco, ma richiedeva di essere regolato, tenendo presenti le condizioni monetarie all'interno ed all'esterno del paese. Tale necessità si è fatta ancora più impellente, quando il saldo attivo si è andato accumulando, con il risultato che, nel 1965, la composizione delle attività derivanti dal saldo stesso è stata in netto contrasto con quella del 1964.

Nel 1965, l'elemento più importante nel finanziamento è stato il miglioramento nella posizione verso l'estero delle banche commerciali. Questo fattore ha contribuito con il 20% al saldo attivo negli ultimi nove mesi del 1964, mentre nello scorso anno, ha costituito il 40%. Nel primo periodo menzionato, le banche hanno ridotto le loro passività verso il mercato dell'eurodollaro per lo più di loro spontanea volontà. Il movimento assai più ampio del 1965 è stato invece provocato dall'azione intrapresa dalle autorità italiane. Alle banche è stata offerta la possibilità di stipulare impegni di riporto in dollari contro lire, senza costo, ed è stato loro permesso di acquistare attività all'estero o di ridurre le loro passività. Poichè gli scarti fra i saggi d'interesse erano favorevoli a simili operazioni, le banche hanno utilizzato all'estero questi fondi su vasta scala e, prima della fine dell'anno, le loro passività valutarie verso non residenti erano inferiori alle loro attività. Queste operazioni hanno ricevuto il sostegno del Tesoro americano e del Sistema della Riserva federale, che hanno fornito una parte della copertura a termine per il rischio di cambio sopportato dalle autorità monetarie italiane. In questo modo, trasferendo cioè valute estere dal settore pubblico a quello privato, le autorità italiane hanno potuto esercitare meglio il governo della liquidità interna; sul piano internazionale, l'operazione ha compensato l'insorgenza di



possibili tensioni sul mercato dell'eurodollaro, in un momento in cui ingenti fondi stavano facendo ritorno verso gli Stati Uniti.

L'elemento che occupa il secondo posto in ordine di importanza nel finanziamento del saldo attivo, conseguito dall'Italia nel 1965, è dato da una serie di misure adottate dalle autorità italiane ed americane, allo scopo di assorbire nelle riserve valutarie il flusso di dollari non coperti dal rischio di cambio. Se ne possono menzionare quattro di notevole interesse: gli Stati Uniti hanno prelevato lire per \$205 milioni dal F.M.I.; l'Italia ha acquistato obbligazioni del Tesoro americano, stilate in lire e con scadenza di diciotto mesi, per \$125 milioni; il Sistema della Riserva federale ha prelevato un importo netto di \$100 milioni dal suo impegno di riporto concluso con la Banca d'Italia; e, verso la fine dell'anno, eliminato l'indebitamento netto delle banche verso l'estero, le autorità italiane hanno acquistato obbligazioni del Tesoro americano a medio termine per \$160 milioni.

Sul modo di finanziare il saldo attivo dell'Italia ha inoltre influito la crisi della sterlina. Nel maggio 1965, il Regno Unito ha prelevato dal F.M.I. lire per \$180 milioni e questa operazione, insieme ai prelievi americani già ricordati, spiega praticamente l'incremento di \$405 milioni che l'Italia ha registrato durante il 1965 nella sua posizione netta F.M.I. e A.G.P.

L'ultimo fattore nel finanziamento del saldo attivo del 1965 è stato l'oro, acquistato per un ammontare di \$295 milioni. Questo importo è stato alquanto superiore a quello che l'Italia aveva utilizzato nel 1964 per coprire il suo saldo passivo ed effettuare il versamento relativo all'aumento speciale nella quota da essa sottoscritta nel F.M.I.

Durante il primo trimestre del 1966, l'Italia ha accumulato un saldo attivo nei conti con l'estero di \$75 milioni, cioè un importo all'incirca eguale a quello realizzato nel trimestre corrispondente del 1965. A causa, soprattutto, dell'inversione delle operazioni di fine anno, la posizione netta delle banche verso l'estero è migliorata di \$220 milioni, mentre le attività monetarie nette ufficiali si sono ridotte di \$145 milioni.

Quando si esaminano i movimenti monetari ufficiali nel loro complesso, il mutamento più rilevante è dato dal fatto che, mentre nel 1964 il saldo attivo era composto quasi interamente di averi in valute estere, nel 1965 questi ultimi sono diminuiti di \$110 milioni. Sebbene il risultato sia stato quello di mantenere invariata la proporzione di oro nelle riserve ufficiali, la gestione del saldo attivo sembra rispecchiare il punto di vista che le oscillazioni nella bilancia dei pagamenti dovrebbero venire finanziate mediante ricorso al credito mentre ai movimenti di oro dovrebbe essere riservata una funzione relativamente meno importante.

*Francia.* Il saldo attivo della bilancia dei pagamenti della Francia ha subito un notevole incremento, essendo passato da \$795 milioni nel 1964 a \$1.140 milioni nel 1965. La contropartita monetaria dell'eccedenza è stata diversa, sotto numerosi aspetti, da quella dell'anno precedente, in seguito, in parte, a mutamenti nell'indirizzo della politica economica francese e, in parte,

Francia: Movimenti monetari esterni.

Voci	1964	1965				
		Anno	I	II	III	IV
milioni di dollari S.U. (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)						
Riserve ufficiali nette . . . . .	+ 650	+ 435	+ 265	+ 50	+ 55	+ 65
<i>di cui:</i>						
Oro . . . . .	+ 555	+ 980	+ 470	+ 235	+ 125	+ 150
Valute estere . . . . .	+ 95	- 620	- 255	- 200	- 90	- 75
Passività estere a breve . . . . .	-	+ 75	+ 50	+ 15	+ 20	- 10
Posizione netta F.M.I. e A.G.P.*	+ 170	+ 285	+ 20	+ 160	+ 65	+ 20
Altre attività monetarie ufficiali. . . . .	- 5	+ 10	+ 10	+ 35	- 35	-
Pagamenti anticipati di debiti . . . . .	-	+ 180	-	-	+ 180	-
Posizione ufficiale netta . . . . .	+ 815	+ 890	+ 295	+ 245	+ 265	+ 85
Posizione sull'estero delle banche . . . . .	- 20	+ 250	- 5	+ 105	- 30	+ 180
Saldo complessivo . . . . .	+ 795	+ 1.140	+ 290	+ 350	+ 235	+ 265

\* Accordi generali di prestito.

ad avvenimenti esterni. Una delle differenze è dovuta al fatto che l'aumento delle riserve ufficiali primarie ha coperto soltanto il 40% del saldo attivo contro l'80% nel 1964. D'altro lato, l'incremento nelle sole riserve auree è stato assai superiore a quello dell'anno precedente, essendo ammontato all'85% del saldo attivo globale. In terzo luogo, nel 1965, le banche commerciali hanno migliorato sensibilmente la loro posizione verso l'estero, sicchè il settore ufficiale non è stato costretto ad assorbire l'intero saldo attivo.

Nel 1965, le caratteristiche salienti dei movimenti monetari risultano nel modo più netto dai dati trimestrali. Nel primo trimestre si è ripetuto l'andamento generale del 1964 e praticamente l'intero saldo attivo, di \$290 milioni, è affluito alle riserve. Le riserve auree, da sole, sono tuttavia aumentate di \$470 milioni, mentre le riserve valutarie si sono ridotte di \$255 milioni. Questa evoluzione è intonata con la politica economica annunciata all'inizio dell'anno, che, cioè, in futuro, gli incrementi delle riserve sarebbero stati effettuati soltanto sotto forma di oro e che parte dei saldi in dollari ufficiali, accumulati in anni precedenti, sarebbe stata convertita in oro.

Nei nove mesi successivi, quando il saldo attivo ha toccato l'importo di \$850 milioni, soltanto \$170 milioni sono stati aggiunti alle riserve ufficiali. L'80% del saldo attivo è stato perciò finanziato per altre vie, che sono state diverse per ciascun trimestre. Nel secondo trimestre, i principali fattori di finanziamento sono costituiti dai crediti concessi a F.M.I. ed A.G.P. per \$160 milioni e dalla riduzione di \$105 milioni nelle passività nette delle banche verso l'estero, mentre nel terzo trimestre il rimborso di debiti per \$180 milioni al governo degli Stati Uniti ha coperto il 75% del saldo attivo. Nel quarto trimestre, la fisionomia dei finanziamenti ha assunto una forma diversa. I finanziamenti ufficiali hanno svolto una funzione secondaria, in quanto più di metà del saldo attivo è stata coperta con una contrazione di \$180 milioni nelle passività nette delle banche verso l'estero.

Il mutamento verificatosi durante quest'ultimo trimestre nella posizione verso l'estero delle banche francesi è stato reso possibile dal fatto che, per la prima volta dalla guerra, le banche sono state autorizzate a concedere prestiti in franchi a non residenti. Inoltre, gli scarti dei saggi d'interesse, con copertura di cambio, erano tali che per le banche situate fuori della Francia era diventato più conveniente procurarsi in parte il fabbisogno in franchi attraverso riporti eseguiti con banche francesi che effettuare acquisti a pronti di franchi.

Per il primo trimestre del 1966, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti della Francia è ammontato a \$180 milioni, cioè è stato notevolmente inferiore all'importo di \$290 milioni registrato nel periodo corrispondente del 1965. Le attività nette ufficiali sono aumentate di \$115 milioni, di cui \$100 milioni sono affluiti alle riserve auree, mentre la posizione netta verso l'estero delle banche è migliorata per un ulteriore importo di \$65 milioni.

La cospicua riduzione negli averi in dollari, per l'intero anno, è stata il risultato non soltanto di acquisti di oro, ma anche di pagamenti anticipati di debiti agli Stati Uniti e della concessione di credito al F.M.I. In complesso, tuttavia, il finanziamento del saldo attivo rispecchia il punto di vista che i movimenti di oro dovrebbero svolgere un'importante funzione nel regolare i saldi internazionali.

*Regno Unito.* Il modo in cui sono stati finanziati sia il deficit che la bilancia dei pagamenti del Regno Unito ha registrato nel 1964-65, sia i movimenti di acquisto e vendita di sterline è un altro aspetto rivelatore del recente funzionamento del sistema monetario internazionale. A questo proposito, si possono distinguere tre fasi principali: la fase ante-crisi che è durata i primi nove mesi del 1964, il periodo di crisi, dall'ottobre 1964 all'agosto 1965 e la successiva fase di ripresa. Dall'esame dei dati balzano all'occhio due fatti. Il primo è che il saldo passivo di \$2.790 milioni, accumulato dall'inizio del 1964, è stato finanziato interamente senza effettuare prelievi, tranne che per brevi periodi, dalle riserve primarie, come è possibile rilevare dai consueti conti relativi alle riserve su base lorda. Difatti, considerando complessivamente i due anni, le riserve sono effettivamente cresciute di \$350 milioni. E il secondo fatto sta nella varietà di modi con cui è stato finanziato il saldo passivo.

Nel periodo ante-crisi, dal gennaio al settembre 1964, il finanziamento ufficiale necessario per coprire il deficit di \$1.450 milioni si limitò al prelievo di \$115 milioni dalle riserve, più \$200 milioni di assistenza prestata da banche centrali per la maggior parte in settembre, quando cominciò ad aumentare la pressione sulla sterlina. La rimanente contropartita del saldo passivo, per l'importo di \$1.135 milioni, è da ricercare in un afflusso di fondi al mercato finanziario di Londra. I saldi in sterline aumentarono di \$565 milioni, metà dei quali proveniente dal saldo attivo nei pagamenti del resto dell'area della sterlina e, in aggiunta, le passività valutarie nette delle banche britanniche si accrebbero di circa \$400 milioni, in seguito a prestiti

Regno Unito: Movimenti monetari esterni.

Voci	1964	1964 IV-	1964	1965			
	I-III	1965 III	IV	I	II	III	IV
milioni di dollari S.U. (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Attività ufficiali . . . . .	- 115	- 275	- 715	+ 15	+ 460	- 35	+ 250
Riserve . . . . .	- 115	+ 215	- 225	+ 15	+ 460	- 35	+ 250
"Tranche" in oro nel F.M.I. . . . .	-	- 490	- 490	-	-	-	-
Passività ufficiali . . . . .	- 465	- 1.740	- 565	- 150	- 705	- 320	+ 125
Passività nette in ster- line verso autorità monetarie . . . . .	- 265	+ 840	+ 355	+ 255	+ 165	+ 70	- 155
Assistenza di banche centrali . . . . .	- 200	- 670	- 405	- 415	+ 540	- 390	+ 275
Posizione della "tranche" di credito nel F.M.I. . . . .	-	- 1.910	- 515	+ 15	- 1.410	-	+ 5
Posizione ufficiale netta	- 580	- 2.015	- 1.280	- 135	- 245	- 355	+ 375
Altre passività nette in sterline . . . . .	- 300	+ 690	+ 630	+ 180	+ 45	- 165	- 205
Posizione netta delle banche in valute estere	- 390	+ 85	- 40	- 305	+ 245	+ 185	+ 40
Partite varie . . . . .	- 180	- 245	+ 50	- 35	- 20	- 240	- 65
Saldo complessivo	- 1.450	- 1.485	- 640	- 295	+ 25	- 575	+ 145

ricevuti attraverso il mercato dell'eurodollaro. Durante questa fase, il deficit venne, pertanto, in massima parte finanziato ad opera di fattori autonomi.

Durante l'anno di crisi, la situazione si è completamente capovolta. In questo periodo, il saldo passivo è ammontato a \$1.485 milioni, ma il fabbisogno di mezzi di finanziamento ufficiali è stato di \$2.855 milioni. La differenza fra questi due importi è da attribuire ad una riduzione nei saldi in sterline, in seguito, in parte, a un deficit registrato nei pagamenti del resto dell'area della sterlina e, in parte, a ritiri di fondi dal mercato finanziario di Londra, soprattutto ad opera di paesi non appartenenti all'area della sterlina. I saldi in sterline detenuti da organi ufficiali diminuirono di \$840 milioni e quelli posseduti da privati di \$690 milioni.

Nel predetto anno, i mezzi di finanziamento ufficiali furono assicurati con il prelievo di \$2.400 milioni dal F.M.I. e con il ricorso all'assistenza di banche centrali per un importo netto di \$670 milioni. Una tecnica essenziale, che permise alla Banca d'Inghilterra di conservare un certo controllo sulla fuga di fondi verificatasi durante la crisi, consistette nel fornire la copertura a termine su vasta scala a saggi moderati. In effetti, la banca centrale offriva un'assicurazione contro il rischio di instabilità del cambio.

Il periodo più intenso della crisi fu l'ultimo trimestre 1964, quando una riduzione di \$1 miliardo nei saldi in sterline andò ad aggiungersi ad un saldo passivo della bilancia dei pagamenti di \$640 milioni, esclusi i pagamenti per \$175 milioni sui prestiti ricevuti nel 1946 dal governo americano e da quello canadese, che vennero differiti. I mezzi ufficiali di finanziamento neces-

sari furono raccolti facendo ricorso al prelievo di \$1 miliardo dal F.M.I., all'assistenza netta di banche centrali per \$405 milioni e all'utilizzo delle riserve nella misura di \$225 milioni.

Nel primo semestre del 1965, il deficit nei pagamenti è notevolmente diminuito, in parte per ragioni stagionali. Tuttavia, la sterlina ha continuato ad essere sottoposta a pressione, soprattutto a causa di un'ulteriore flessione nei saldi in sterline. Le riserve sono state protette, per un certo periodo di tempo, con l'assistenza di banche centrali e, in maggio, è stato effettuato un prelievo di \$1.400 milioni dal F.M.I. Questo importo ha più che coperto il fabbisogno finanziario, poichè esso ha consentito di rimborsare i debiti verso le banche centrali e di aumentare le riserve di \$475 milioni.

A questo punto, la posizione tecnica della sterlina è sembrata matura per un'inversione di tendenza nel flusso di fondi, in quanto si era andata costituendo una cospicua posizione a breve contro la sterlina. Tuttavia, nel terzo trimestre, la bilancia dei pagamenti registrò un altro sensibile deficit (in ampia misura per ragioni stagionali) e la mancanza di fiducia era così diffusa che anche in luglio e agosto si dovette assistere ad un ingente deflusso di fondi, che peggiorò ulteriormente la posizione a breve. Data questa situazione, all'inizio di settembre si è fatto di nuovo ricorso alla cospicua assistenza di banche centrali. Siccome la pressione indotta dalle vendite si era apparentemente esaurita, questa azione ha provocato il ritorno della fiducia e durante il mese si è verificato un notevole riflusso di fondi. Per il terzo trimestre nel suo insieme, il fabbisogno di mezzi di finanziamento ufficiali è ammontato a \$425 milioni, cioè è stato inferiore al deficit. L'importo è stato assicurato quasi per intero con un aumento netto di \$390 milioni nell'assistenza prestata dalle banche centrali.

Nel quarto trimestre del 1965, primo trimestre completo della ripresa, l'afflusso di fondi a Londra è proseguito e la bilancia dei pagamenti è sensibilmente migliorata. Il saldo attivo globale è stato di \$145 milioni; ma se si fossero effettuati i rimborsi sui prestiti concessi dal governo americano e da quello canadese nel 1946, vi sarebbe stato ancora un modesto deficit di \$30 milioni. Durante questo trimestre, l'afflusso di fondi si è manifestato soprattutto in un incremento dei saldi in sterline. I saldi ufficiali sono cresciuti di \$155 milioni e quelli privati di \$205 milioni. La maggior parte dell'aumento può essere attribuita al ritorno della fiducia nella sterlina, ma, in aggiunta, è migliorata anche la bilancia dei pagamenti del resto dell'area della sterlina che, nell'anno di crisi, aveva costituito un elemento importante nelle difficoltà finanziarie. Il saldo attivo dei pagamenti e l'afflusso di fondi ha consentito alla Banca d'Inghilterra di rimborsare \$275 milioni alla Banca della Riserva federale di Nuova York e di aumentare le riserve di \$250 milioni. E questo non è tutto, perchè la Banca d'Inghilterra ha potuto anche ridurre sensibilmente i suoi impegni valutari a termine.

La ripresa della sterlina è continuata per la maggior parte del primo trimestre del 1966. La caratteristica principale dei movimenti monetari verificatisi durante il trimestre è costituita dal trasferimento di \$885 milioni dal

portafoglio titoli in dollari del Tesoro al Fondo di stabilizzazione dei cambi. Nei primi tre mesi di quest'anno, le riserve ufficiali sono aumentate di \$570 milioni. Escludendo il trasferimento di dollari dal portafoglio del Tesoro, si avrebbe avuto una perdita di \$315 milioni. Nello stesso periodo è stato però rimborsato un ammontare di assistenza prestata da banche centrali superiore a questo importo. Dopo l'annuncio della data delle elezioni, la sterlina è stata di nuovo sottoposta a pressione e la tensione esistente sul mercato si è manifestata in una perdita di \$130 milioni nelle riserve durante il bimestre marzo-aprile.

In base a questa esperienza è difficile trarre conclusioni generali sui bisogni di liquidità e sul funzionamento del sistema monetario, perchè qualunque moneta è destinata a subire un deterioramento quando non vengano adottate misure energiche per correggere un grave saldo passivo. E' tuttavia evidente che, in situazioni difficili, le autorità non possono procedere a cospicui prelievi dalle riserve, perchè ciò contribuisce di per sè ad accrescere la sfiducia.

*Stati Uniti.* La tabella che riporta i movimenti monetari esterni degli Stati Uniti è stata compilata per consentire il confronto con quelle di altri paesi, benchè essa richieda ovvie differenze nella presentazione, data la funzione del dollaro come moneta di riserva. Peraltro, le variazioni nel saldo complessivo degli Stati Uniti sono spesso più difficili da interpretare per due ragioni. In primo luogo, sovente le variazioni nella posizione verso l'estero delle banche non possono essere considerate come elemento di movimenti monetari; per esempio, il cospicuo incremento che nel 1964 le banche hanno registrato nelle loro attività estere è stato ritenuto dalle autorità americane un fattore che aumenta il deficit, poichè l'uscita di dollari avrebbe potuto, più tardi, risultare un onere per le riserve. Secondariamente, è possibile che sorgano complicazioni in connessione con il mercato dell'eurodollaro. Così, se le imprese americane (escluse le banche) collocano fondi presso banche estere, si creano passività in dollari non ufficiali; ma nella tabella non figurerebbe un aumento corrispondente nelle attività monetarie, perchè i dati relativi al settore privato (escluse le banche) non vi sono compresi. Il saldo passivo globale sarebbe pertanto soltanto statistico. Nello scorso anno tuttavia l'errore si sarebbe verificato nell'altro senso, essendo stati compiuti ritiri di fondi americani da banche estere.

Nel 1965, il deficit complessivo riportato nella tabella è cresciuto sensibilmente, rispecchiando l'andamento sfavorevole della bilancia dei pagamenti di base. Il fabbisogno di mezzi di finanziamento ufficiali è tuttavia aumentato in misura inferiore, anzitutto perchè il programma di limitazione volontaria delle esportazioni di capitali ha provocato una riduzione nella consistenza dei crediti bancari all'estero; nonostante ciò, si è avuto un modesto incremento negli averi in dollari non ufficiali.

Per quanto riguarda i finanziamenti ufficiali, la principale differenza fra i due anni è data dal fatto che, nel 1964, l'espansione nei saldi ufficiali in

**Stati Uniti: Movimenti monetari esterni.**

Voci	1964	Anno	1965			
	milioni di dollari S.U. (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)					
			I	II	III	IV
Attività ufficiali . . . . .	- 170	-1.220	- 840	- 70	- 40	- 270
<i>di cui:</i>						
Oro . . . . .	- 125	-1.665	- 830	- 590 <sup>1</sup>	- 125	- 120
Valute estere . . . . .	+ 220	+ 350	+ 55	+ 55	+ 415	- 180
"Tranche" di oro nel F.M.I. . . . .	- 265	+ 95	- 65	+ 465 <sup>1</sup>	- 330	+ 25
Passività verso istituzioni ufficiali <sup>2</sup> . . . . .	-1.040	- 105	+ 890	+ 135	- 235	- 885
Pagamenti anticipati ricevuti su prestiti governativi . . . . .	-	- 180	-	-	- 180	-
Posizione ufficiale netta . . . . .	-1.210	-1.505	+ 40	+ 65	- 455	-1.155
Crediti a breve delle banche sull'estero	+1.525	- 325	- 25	- 175	- 280	+ 135
Passività verso istituzioni non ufficiali e privati . . . . .	-1.555	- 150	- 205	+ 150	- 710	+ 615
Posizione netta . . . . .	- 30	- 475	- 230	- 25	- 970	+ 750
Saldo complessivo . . . . .	-1.240	-1.980	- 190	+ 40	-1.425	- 405

<sup>1</sup> Compresi \$259 milioni per il pagamento al F.M.I. della sottoscrizione in oro. <sup>2</sup> I dati per il 1965 non sono interamente confrontabili con quelli relativi al 1964.

dollari ha coperto oltre l'80% del fabbisogno, mentre, nel 1965, la perdita di oro, da sola, è stata superiore al totale. La sensibile riduzione nelle riserve auree ha rispecchiato non soltanto il disavanzo delle partite correnti, ma anche un trasferimento di oro, per l'importo di \$259 milioni, al F.M.I. in connessione con gli aumenti delle quote sottoscritte e, nella prima parte dell'anno, alcune conversioni di dollari detenuti dalla Francia. La perdita di oro è stata parzialmente compensata da un incremento di \$350 milioni negli averi ufficiali in valute estere, dovuto soprattutto a prelievi effettuati dalla Banca d'Inghilterra sulla facilitazione di riporto con il Sistema della Riserva federale.

Per il 1965, nel suo complesso, la posizione nel F.M.I. degli Stati Uniti, relativamente alla "tranche" in oro, ha subito soltanto modeste variazioni. L'aumento di \$95 milioni tiene tuttavia conto del pagamento per la sottoscrizione in oro, sicchè le altre transazioni americane con il Fondo hanno dato un saldo negativo di \$165 milioni. Questo ammontare è, grosso modo, il risultato netto di prelievi lordi da parte degli Stati Uniti per \$435 milioni e di prelievi di dollari da parte di altri paesi membri per un totale di \$280 milioni, ai quali il Regno Unito ha contribuito con \$200 milioni.

Nel 1965, le passività verso istituzioni ufficiali estere sono cresciute di \$105 milioni. Questo importo comprende, per ciò che concerne le autorità monetarie estere, i movimenti sia nei saldi in dollari da esse detenuti in base a impegni di riporto conclusi con il Sistema della Riserva federale, sia nei loro averi in obbligazioni non negoziabili del governo americano, in quanto nessuna di queste partite può subire variazioni autonome. Nel 1965, gli averi in dollari detenuti da paesi esteri in base a operazioni di riporto si sono ridotti di \$185 milioni, mentre i loro averi netti in obbligazioni non nego-

ziabili sono cresciuti di \$280 milioni. Ove si escludano gli effetti di queste transazioni, nel 1965 le passività verso istituzioni ufficiali estere sono pertanto aumentate di \$10 milioni.

I movimenti monetari ufficiali degli Stati Uniti nello scorso anno possono essere riassunti come segue: si è proceduto al finanziamento di un cospicuo saldo passivo globale mentre, contemporaneamente, veniva sostenuta la sterlina, attraverso il F.M.I. e con facilitazioni di riporto, nella misura di oltre \$500 milioni per l'anno nel suo insieme, ma, in taluni momenti, anche su scala più vasta. Siccome gli averi ufficiali e non ufficiali in dollari detenuti all'estero sono aumentati di importi relativamente modesti, l'effetto dei finanziamenti ufficiali è stato sopportato soprattutto dalle riserve auree.

Per il primo trimestre del 1966, il deficit complessivo, calcolato sulla stessa base come nella tabella, è ammontato a \$250 milioni. Questo saldo passivo è stato coperto con mezzi finanziari ufficiali costituiti principalmente da prelievi netti dal F.M.I. per \$135 milioni e da una riduzione nelle riserve auree per \$70 milioni.

\* \*  
\*

Da quanto precede risulta evidente che il funzionamento del sistema monetario internazionale si è differenziato parecchio dal modello che i partecipanti alla Conferenza di Bretton Woods avevano immaginato. Anzitutto, per coprire saldi attivi e passivi si fa ora maggiormente ricorso al credito che non alle riserve, senza che, peraltro, sia stata sviluppata una nuova dottrina per definirne i limiti appropriati. Esistono, poi, pareri contrastanti sulla funzione che l'oro dovrebbe adempiere nel sistema.

#### **Oro: domanda e offerta.**

Se mai c'è stato un anno in cui le forze della domanda e dell'offerta di oro si siano trovate in equilibrio normale e il mercato abbia presentato una posizione statistica tipica, quello non è certamente l'anno scorso. Nel 1965, l'offerta di oro ha raggiunto il livello senza precedenti di \$1.985 milioni, dato che la produzione aurifera è ulteriormente cresciuta e le vendite russe di metallo sono pure aumentate. Per quanto riguarda la domanda, gli acquisti privati sono saliti al totale mai superato di \$1.585 milioni, lasciando disponibile per usi ufficiali un quantitativo di oro pari soltanto a \$400 milioni. Il balzo negli acquisti privati è stato di \$465 milioni e la riduzione nell'importo rimasto disponibile per usi ufficiali è risultata di \$325 milioni. La Cina è stata, per la prima volta, un importante compratore ufficiale di oro, che essa si è procurata sul mercato, per circa \$150 milioni; le riserve delle istituzioni ufficiali del mondo occidentale hanno quindi registrato soltanto un incremento di \$250 milioni contro una media di \$800 milioni per i due anni precedenti.

Gli acquisti privati sono stati stimolati dall'annuncio, dato all'inizio dell'anno, che i saldi attivi della bilancia dei pagamenti francese si sarebbero



d'ora in avanti realizzati soltanto sotto forma di oro e che la Francia auspicava un ritorno generale alla base aurea. Considerato che le bilance dei pagamenti di Stati Uniti e Regno Unito erano entrambe passive, tale annuncio ha suggerito a molti l'idea che fosse possibile un rialzo del prezzo dell'oro, sicchè gli acquisti speculativi si sono fatti ingenti. Poichè in quel momento non vi era oro russo in vendita sul mercato, l'offerta di metallo era relativamente modesta, per cui il Consorzio dell'oro fu costretto ad alimentare il mercato per soddisfare la domanda. Dalle statistiche sulle riserve auree si può rilevare che la quantità di metallo temporaneamente immesso sul mercato dal Consorzio dell'oro ha raggiunto, nel momento più critico, l'ammontare di circa un quarto di miliardo di dollari, il che non è molto, ove si tenga conto degli acquisti ufficiali effettuati da alcuni paesi non appartenenti al Consorzio, nonchè dei cospicui acquisti privati.

Nel terzo trimestre vi è stata un'altra ondata nella domanda di privati, apparentemente stimolata dal conflitto fra Pakistan e India, nonchè dalla guerra nel Vietnam e gli acquisti cinesi hanno contribuito a far aumentare la tensione sul mercato. Tuttavia, nell'agosto hanno avuto inizio le vendite russe e, congiuntamente alla migliorata posizione della sterlina negli ultimi quattro mesi dell'anno, esse sono riuscite a imprimere un andamento più favorevole alla situazione sul mercato. A fine anno, il Consorzio aveva recuperato la quantità di oro precedentemente venduta.

Un fatto che viene chiaramente messo in evidenza da questa esperienza è che il Consorzio, attraverso acquisti e vendite eseguiti in base alle necessità del mercato, è in grado di tenerlo sotto controllo, anche quando il pubblico è fortemente spinto agli acquisti speculativi. Ciò avviene perchè la situazione fondamentale del mercato è quella di un'eccedenza dell'offerta sulla domanda, sicchè il Consorzio nella sua qualità di acquirente residuale finisce col disporre di una certa quantità di oro. E poichè i cittadini di diversi paesi, ivi compresi quelli degli Stati Uniti, non possono detenere oro, gli acquisti speculativi hanno scarsa possibilità di assumere temporaneamente un volume tale da non poter essere soddisfatto con una modesta frazione delle riserve possedute dai paesi membri del Consorzio. Perciò, questi paesi si attendono che il mercato presenti un'eccedenza di oro, ma l'anno scorso essa è stata ridottissima. E' quindi opportuno esaminare dove le forze della domanda e dell'offerta tendano a dirigersi e se si potrà contare su un adeguato flusso di metallo verso le riserve monetarie. I dati disponibili sulla domanda e l'offerta lasciano sussistere dei punti oscuri circa la posizione statistica dell'oro, ma essi presentano anche variazioni significative.

Per quanto concerne l'offerta, l'evento più importante del periodo post-bellico è costituito dallo sfruttamento delle nuove miniere aurifere del Sud Africa, soprattutto dello Stato libero di Orange, che furono scoperte nel 1938 e cominciarono a dare cospicui quantitativi di metallo nel 1953. La rapida espansione della produzione in questi territori può essere paragonata soltanto con l'apertura delle miniere del Witwatersrand, avvenuta sessant'anni prima. La produzione delle nuove miniere è passata da 2 milioni di onces nel 1953

a 24 milioni di once nel 1965 e nell'ultimo quinquennio essa ha notevolmente superato il totale di oro disponibile per le riserve monetarie. Senza quest'oro, il problema dell'assetto monetario internazionale avrebbe dovuto essere affrontato già da molto tempo.

La produzione di tutte le altre aree minerarie, esclusa l'URSS, manifesta un movimento discendente, poichè essa è scesa da 22 milioni di once nel 1953 a 17 milioni nel 1965. La flessione è stata particolarmente sensibile nelle miniere sudafricane di più vecchia data; ma, in linea generale, il livello più elevato dei costi, mentre il prezzo è rimasto invariato, ha ristretto il campo delle operazioni redditizie ed ha offerto scarso margine per nuove iniziative. Le nuove miniere del Sud Africa costituiscono l'eccezione, tanto per la ricchezza dei depositi quanto per la formazione geologica del terreno che consente l'impiego di processi di estrazione a bassi costi.

Si può prevedere che, negli anni futuri, la produzione delle aree minerarie di più vecchia data continuerà probabilmente a ridursi con lo stesso ritmo di prima. Ma un mutamento di tendenza sembra certo nelle aree minerarie più recenti, dato che la fase della rapida apertura di nuove miniere è terminata. Sebbene la produzione delle nuove miniere non abbia ancora raggiunto il suo livello massimo e dovrebbe quindi continuare ad espandersi, sarà difficile che possa uguagliare gli enormi incrementi registrati nell'ultimo decennio. Perciò, mentre la produzione aurifera di tutti i paesi è cresciuta, in media, di 1,4 milioni di once all'anno per più di dieci anni, si prevede che fra qualche anno essa si assesterà su un'espansione forse inferiore della metà a quell'importo, a prescindere da sviluppi imprevisti, favorevoli o sfavorevoli.

Un altro elemento dell'offerta che ha subito un profondo mutamento è costituito dalle vendite di oro russo. Dal 1956 al 1962, questa fonte di

Produzione mondiale di oro.

Anni	Sud Africa			Canada	Stati Uniti	Altri paesi	Produzione totale	Vendite russe	Totale globale
	Nuove miniere	Vecchie miniere	Totale						
milioni di once									
1953	2,5	9,4	11,9	4,1	2,0	6,1	24,1	2,1	26,2
1954	3,7	9,5	13,2	4,4	1,8	6,2	25,6	2,1	27,7
1955	5,3	9,3	14,6	4,5	1,9	5,9	26,9	2,1	29,0
1956	6,8	8,3	15,9	4,4	1,8	5,8	27,9	4,3	32,2
1957	8,6	8,4	17,0	4,4	1,8	5,8	29,0	7,4	36,4
1958	9,6	8,1	17,7	4,6	1,7	6,0	30,0	6,3	36,3
1959	11,8	8,3	20,1	4,5	1,6	5,9	32,1	8,5	40,6
1960	13,3	8,1	21,4	4,6	1,7	5,9	33,6	5,7	39,3
1961	15,5	7,4	22,9	4,5	1,5	5,8	34,7	8,5	43,2
1962	18,3	7,2	25,5	4,2	1,5	5,7	36,9	5,7	42,7
1963	20,6	6,8	27,4	4,0	1,5	5,7	38,6	15,7	54,3
1964	22,5	6,6	29,1	3,8	1,5	5,5	39,9	12,8	52,7
1965	24,2	6,3	30,5	3,6	1,7	5,2	41,0	15,7	56,7

approvvigionamento si era mantenuta invariata sulla media di \$250 milioni all'anno. Negli ultimi tre anni, le vendite russe sono, peraltro, salite ad oltre \$500 milioni, in connessione con acquisti di grano estero. Ma non si hanno elementi per stabilire se si sia trattato di prelievi eccezionali dalle riserve auree, oppure se sia aumentata la produzione di oro. Poichè le autorità russe si sono dimostrate favorevoli alla costituzione di riserve auree nazionali e, in casi di emergenza, avrebbero potuto ricorrere, come alternativa, al taglio di altre importazioni, è forse possibile che si sia registrata una certa espansione nella produzione aurifera. Se questa ipotesi corrisponde a verità, il mercato potrà, nel futuro, continuare forse a beneficiare di vendite russe superiori alla media del periodo 1956-62.

Pur riconoscendo le incertezze implicite in qualsiasi proiezione, è ammissibile l'ipotesi che l'offerta totale tenderà ad essere alquanto inferiore a \$2 miliardi all'anno e che vi sono scarse probabilità che essa possa superare in misura notevole tale livello. L'offerta sarà assai minore se le cospicue vendite russe avranno soltanto carattere temporaneo.

Se una stima dell'offerta risulta problematica, per la domanda le incertezze sono ancora maggiori, anzitutto per le lacune esistenti nelle statistiche e secondariamente perchè i motivi che stanno alla base degli acquisti privati di oro non possono essere distinti nettamente in termini quantitativi.

Così come funziona il mercato, l'oro acquistato per scopi monetari è il residuo che rimane una volta soddisfatta la domanda privata. Dal punto di vista statistico, peraltro, gli importi annuali relativi alla domanda privata, riportati nella tabella, costituiscono il residuo che si ottiene dalla differenza fra l'offerta di oro e l'aumento delle riserve ufficiali. Sarebbe opportuno poter avere un'idea abbastanza precisa dei componenti di questa domanda privata e cioè: il quantitativo di metallo che viene assorbito per usi industriali, quello costituito da risparmio che si investe sotto forma di oro e il quantitativo che rappresenta essenzialmente una speculazione a breve sul possibile aumento del prezzo mondiale dell'oro o una protezione contro di esso. Ciò consentirebbe di valutare le prospettive per l'oro destinato alle riserve monetarie, presumendo che vengano messe a tacere tutte le incertezze circa il prezzo mondiale del metallo. Quando il pubblico è colto da simili ondate di dubbio, l'intero problema della domanda privata viene naturalmente scompigliato.

Sebbene numerosi paesi pubblichino statistiche sugli usi industriali dell'oro, esse sono spesso assai incomplete e soltanto per circa dodici paesi i dati forniscono una ragionevole indicazione della tendenza. In questo numero sono naturalmente compresi soltanto i paesi più ricchi; ed anche in questi casi i dati di taluni di essi peccano per difetto (soprattutto per ragioni tributarie), in una misura forse superiore al 10% degli importi riportati nella tabella. Circa il 75% di questo oro viene impiegato per la fabbricazione di gioielli ed altri oggetti, mentre la rimanenza viene assorbita in parti pressochè uguali dall'odontoiatria e dagli usi industriali nel senso più stretto.

Si può rilevare che, nell'ultimo decennio, gli usi dichiarati hanno presentato una regolare tendenza ascendente e sono triplicati. Come beni di lusso,

Offerta e usi dell'oro.

Anni	Offerta di oro			Acquisti ufficiali netti	Domanda privata		
	Oro di nuova produzione	Vendite russe	Totale		Usi industriali dichiarati <sup>1</sup>	Altri usi privati	Totale
milioni di dollari S.U.							
1953	845	75	920	455	.	.	465
1954	895	75	970	670	.	.	300
1955	940	75	1.015	665	.	.	350
1956	975	150	1.125	490	165	470	635
1957	1.015	260	1.275	690	195	390	585
1958	1.050	220	1.270	680	200	390	590
1959	1.125	300	1.425	750	220	455	675
1960	1.175	200	1.375	345	265	765	1.030
1961	1.215	300	1.515	600	285	630	915
1962	1.290	200	1.490	330	330	830	1.160
1963	1.350	550	1.900	840	325	735	1.060
1964	1.395	450	1.845	725	430	690	1.120
1965	1.435	550	1.985	400 <sup>2</sup>	465	1.120	1.585

<sup>1</sup> Dati per Australia, Austria, Belgio, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. <sup>2</sup> Compresi acquisti della Cina per circa \$150 milioni.

i gioielli d'oro hanno un'elevata elasticità in rapporto al variare dei redditi ed è chiaro che il pieno impiego ed i crescenti guadagni individuali hanno allargato il mercato di essi. Ciò nonostante, il forte aumento indicato dai dati richiede ulteriori spiegazioni. Queste possono essere trovate nella stabilità del prezzo dell'oro durante un periodo in cui, nei paesi progrediti, gli indici dei prezzi al consumo sono cresciuti di circa il 20%. La domanda rispecchia certamente l'opinione del pubblico che gli oggetti d'oro sono diventati relativamente meno costosi. Il fatto è confermato, per esempio, dal sensibile incremento nelle vendite di medaglie d'oro commemorative, che di solito vengono effettuate ad un prezzo circa doppio rispetto al valore del loro contenuto aureo e dal premio pagato per le monete d'oro che hanno scarso valore numismatico. Sebbene questo tipo di acquisti di oro non abbia carattere speculativo nel senso comune del termine, perchè non viene effettuato con l'intenzione di rivendere, dal punto di vista dell'acquirente esso implica un certo elemento di risparmio e questo continuerà probabilmente a rimanere un fattore della domanda.

La voce "Altri usi privati" rappresenta il residuo di tutti gli elementi della domanda difficilmente separabili. Anzitutto, vi sono gli usi industriali oltre e al di sopra di quanto è compreso nei dati dichiarati per i dodici paesi, ma esclusi i paesi orientali, dove l'acquisto di semplici ornamenti di oro costituisce una forma consueta di risparmio. Si può ritenere che quest'oro addizionale per usi industriali abbia manifestato una tendenza ascendente analoga ai dati dichiarati e che, nello scorso anno, sia ammontato a circa \$150 milioni. Poi vi è la domanda privata di natura non industriale. Questa ha avuto evidentemente un saggio di incremento assai più rapido; il livello raggiunto nel 1964 supererebbe di circa cinque volte quello del 1955. Il

problema sta nel sapere quale proporzione di esso bisogna attribuire al risparmio a più lungo termine.

L'andamento dei dati indicati sotto la voce "Altri usi privati" è stato assai diverso da quello delle statistiche riportate sotto la voce "Usi industriali dichiarati". Invece di seguire una tendenza ascendente piuttosto uniforme, esso presenta tre ampie fasi di espansione: la prima, nel 1956, in concomitanza con la crisi di Suez, la seconda nel 1960, simultaneamente all'aumento dei prezzi verificatosi sul mercato dell'oro e la terza, lo scorso anno. Nelle prime due fasi, l'ammontare di oro assorbito dal mercato ha manifestato la tendenza a ridursi dopo l'anno di massicci acquisti, sebbene, nel 1962, vi sia stata una ripresa, provocata soprattutto dalla crisi di Cuba. Resta da vedere ciò che avverrà dopo gli ingenti acquisti dello scorso anno; per quanto riguarda quest'anno, la domanda è rimasta finora ben al disotto di quella del 1965.

Dall'andamento del mercato e da altri sintomi sembrerebbe, in primissimo luogo, che l'accumulazione di scorte da parte dello stesso commercio dell'oro abbia rappresentato un fattore preponderante durante l'anno di intensa domanda. Per la catena di aziende, che comprende operatori, raffinatori, fabbricanti e artigiani, l'oro è la materia prima dominante ed è naturale che esse reagiscano prontamente ad avvenimenti che potrebbero minacciare il prezzo mondiale del metallo. Gli stessi avvenimenti si sono evidentemente ripercossi con i medesimi effetti su un pubblico assai più vasto, accentuando la tendenza fondamentale del risparmio in forma di oro, anche quando la situazione sul mercato è ritornata più calma.

Tutto lascia supporre che, nel corso degli anni, la maggior parte di questo componente degli acquisti privati di oro sia stata costituita più da risparmi in oro abbastanza stabilmente conservati che da cospicui averi di natura speculativa in attesa di un accrescimento di capitale a breve termine. Un anno come il 1964, durante il quale sul mercato sono stati notati scarsi sintomi di massicci acquisti di natura speculativa, indica a quale livello è salita questa domanda a scopo di risparmio. Diversi sono i motivi che lo spiegano. Generalmente, l'acquirente cerca protezione contro perturbazioni monetarie attuali o future e sono molti anche coloro che considerano l'oro un investimento utile per tempi di possibili sconvolgimenti politici. Un'altra ragione è il desiderio di nascondere fondi per evadere le imposte sui redditi e quelle di successione. Negli ultimi dieci anni talune monete hanno subito scosse sufficientemente importanti per stimolare il tesoreggiamento. Oltre alla debolezza della sterlina e del franco francese dopo la crisi di Suez, numerose monete sono state svalutate nell'America latina e vi è stata sfiducia nella rupia. Il saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti ha pure ridotto l'attrattiva dei titoli espressi in dollari, quale mezzo di risparmio a lungo termine. In linea generale, l'obiettivo del risparmiatore non è di conseguire un profitto conservando l'oro, ma di proteggersi contro un'eventuale perdita di parte almeno della sua ricchezza. Negli anni recenti, sembra tuttavia evidente che il risparmio sotto forma di oro sia stato influenzato dal prezzo relativamente basso del metallo.

Dalle osservazioni sugli scarsi dati disponibili, si possono trarre le seguenti conclusioni:

1) Al presente, il valore dell'oro per uso industriale e della domanda di oro a scopo di risparmio tende ad essere alquanto superiore a \$1 miliardo.

2) L'incremento annuale nella domanda privata, a prescindere da ondate di acquisti di natura speculativa, sembra ora superare di alquanto l'aumento medio nell'offerta di nuovo metallo, proveniente dalla produzione aurifera del mondo occidentale, che potrà essere registrata in futuro.

3) Il flusso di oro nuovo verso le riserve monetarie, anche in mancanza di acquisti di natura speculativa, è probabile che non superi l'importo di \$700-800 milioni all'anno e manifesti una tendenza in lento declino. Questo flusso sarà minore se le vendite russe si ridurranno al livello di alcuni anni orsono.

4) L'ammontare di oro detenuto per scopi di speculazione a breve termine è assai inferiore a quanto viene talvolta affermato. Alla fine del 1965 si ritiene che potesse ammontare a \$1-2 miliardi. Un importo assai più cospicuo è affluito al tesoreggiamento privato e viene conservato più come risparmio che per scopi speculativi. In base a esperienze acquisite nel passato, il consolidamento di singole monete non provocherebbe la riduzione su vasta scala dei risparmi in oro così accumulati.

#### **Ricerca di mezzi di riserva aggiuntivi all'oro.**

E' tenendo presente questa situazione che il Gruppo dei Dieci ha ritenuto che le future disponibilità di oro per le riserve monetarie non avrebbero probabilmente consentito di aumentare queste ultime in modo adeguato. Non esiste una penuria di oro nel senso che la domanda privata non può essere soddisfatta con l'offerta di oro nuovo. Tuttavia, se si dovesse fare affidamento soltanto sull'oro nuovo per incrementare le riserve monetarie, queste ultime manifesterebbero la tendenza a diminuire piuttosto sensibilmente in rapporto al crescente volume delle transazioni internazionali. Ciò non significa che vi sia stata scarsità di liquidità internazionale, perchè liquidità è stata creata attraverso le monete chiave, le facilitazioni del F. M. I. nonchè in altri modi. Si è, tuttavia, concordi nel ritenere che questa forma di liquidità non può, a lungo andare, essere accettata come sostituto dell'oro nelle riserve monetarie. Ne consegue la ricerca di un nuovo mezzo di riserva aggiuntivo all'oro.

Da un esame superficiale può sembrare che la ricerca di un siffatto mezzo non debba presentare serie difficoltà, dato che il meccanismo di un sistema di unità di riserva o di diritti di prelievo è piuttosto facile da prospettare. Ma la discussione dei problemi connessi ha dimostrato che esistono ampie possibilità di divergenza non soltanto sulle basi istituzionali, l'estensione delle partecipazioni e la procedura da adottare nelle votazioni, ma anche sulle caratteristiche fondamentali del progetto e sulla sua efficacia operativa.

Il primo problema che si presenta è costituito dalla natura delle nuove unità di riserva. Alcuni sono del parere che il porre in essere nuovi mezzi di riserva implichi un accordo per creare una moneta fiduciaria internazionale — analoga ai biglietti di banca — che dovrà avere corso legale nelle transazioni fra le banche centrali dei paesi partecipanti. Un simile sistema può sembrare un passo avanti verso una maggiore libertà di movimento oppure un'innovazione pericolosa, a seconda della fiducia che si nutre nella abilità dei governi di applicarlo saggiamente. Un'opinione più meditata considera tuttavia il sistema, quale che sia la sua forma, come una facilitazione creditizia reciproca, poichè l'unico diritto che esso può conferire ad un paese partecipante è quello di effettuare prelievi dalle valute di altri membri. Qualsiasi paese che fa ricorso alla facilitazione contrae evidentemente un debito che dovrà essere rimborsato non soltanto con spostamenti nelle posizioni creditorie e debitorie, ma anche nel caso in cui un paese creditore dovesse ritirarsi dall'accordo o si procedesse alla liquidazione del sistema. Come accordo creditizio verrebbe a mancare la reciprocità, ove si includessero paesi le cui valute non potessero essere prelevate, sia perchè inconvertibili, sia perchè i paesi stessi sono continuamente in deficit.

Una seconda questione riguarda la garanzia che deve accompagnare le posizioni debitorie e creditorie che vengono a crearsi quando si effettuano prelievi sulla facilitazione. Non è privo di forza il ragionamento secondo il quale i saldi in essere vanno accompagnati da una garanzia in peso d'oro, se si vuole che le autorità monetarie li considerino come veri e propri mezzi di riserva aggiuntivi all'oro. Questa condizione sarebbe soltanto formale, ove le autorità monetarie avessero il potere di assicurare che il prezzo mondiale dell'oro non muterà per nessuna ragione. Ma un potere siffatto non può essere perpetuo, poichè la produzione aurifera dipende dall'incognita dell'abbondanza dei depositi minerari e dall'evoluzione dei costi di estrazione, mentre la domanda è connessa con l'attrattiva che, in futuro, l'oro eserciterà sul pubblico. Per taluni, una garanzia in oro costituisce pertanto un arbitrio ed è probabile che qualche assemblea legislativa si rifiuterebbe di impegnare il proprio paese in un contratto di natura così indefinita.

Un terzo problema, meno tecnico, si presenta quasi da sè. Si tratta di vedere quali caratteristiche debba avere la nuova facilitazione creditizia per risolvere integralmente il problema della scarsità di oro in relazione ad un aumento adeguato delle riserve monetarie.

Non è detto che questo risultato possa essere ottenuto automaticamente; poichè la ricerca di un mezzo di riserva aggiuntivo all'oro significa che l'aliquota in oro delle riserve diverrà sempre più piccola, i paesi più importanti devono essere pronti a collaborare per adeguarsi a questa necessità. Ciò richiede mutamenti piuttosto profondi nel funzionamento del sistema, non per quanto riguarda la comunità economica, ma per quanto concerne le autorità monetarie.

Al presente, le riserve di circa metà dei principali paesi sono praticamente composte soltanto di oro, mentre numerosi altri paesi aspirano a conse-

guirne un'assai elevata proporzione. Altre banche centrali nel mondo perseguono un'analoga politica dell'oro, sebbene in misura minore. L'attaccamento all'oro da parte delle banche centrali è dovuto a molteplici motivi. In taluni casi si tratta di un elemento tradizionale connesso all'idea, o alle disposizioni legali, di accantonare un certo quantitativo di oro per garantire la moneta nazionale. Taluni sono anche convinti che l'oro, a causa del suo valore intrinseco, sia la migliore forma di accumulazione di potere d'acquisto sul piano internazionale e che, per la sua generale accettabilità e per il suo carattere anonimo, l'oro possa essere utilizzato da una nazione sovrana in tempi di emergenza, per esempio di guerra, quando non è possibile far uso di altre riserve. E per altri è una questione di principio il ritenere che i saldi attivi realizzati sotto forma di oro non contribuiscono a finanziamenti inflazionistici e rendono l'opinione pubblica dei paesi debitori consapevole del deficit.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti esistono, inoltre, ragioni tecniche, perchè attualmente le riserve siano quasi interamente costituite da oro. Siccome in moltissimi paesi non v'è un mercato monetario aperto, il collocamento di averi in valute estere da parte degli Stati Uniti deve essere regolato caso per caso e numerosi paesi non sono molto inclini ad accettarli, perchè ritengono i loro mercati troppo modesti per poter assumere una funzione propria di una moneta di riserva. In aggiunta, gli averi in valute estere detenuti dagli Stati Uniti non sono prontamente convertibili in altre valute, perchè la prassi della maggior parte delle banche centrali consiste nel tenere le riserve in dollari o in oro.

Per tutte queste ragioni non è affatto privo di senso parlare di una domanda di oro per le riserve monetarie, distinta dalla domanda di mezzi di riserva in generale. Nella misura in cui l'oro costituisce l'attività di riserva fondamentale, detta domanda è sempre presente in maggiore o minore proporzione nel sistema. Nell'ultimo quinquennio, tuttavia, essa è stata certamente gonfiata dal cospicuo deflusso di dollari provocato dai saldi passivi della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, creando così incertezze circa la stabilità del rapporto fisso fra dollaro e oro.

Per il sistema nel suo complesso, la domanda di oro per le riserve monetarie è limitata, come è ovvio, da ciò che rimane dell'offerta di oro nuovo dopo che è stata soddisfatta la domanda privata. Ma per la maggior parte dei paesi esiste un'altra fonte di oro oltre che il metallo nuovo, e il modo di funzionare del sistema ha avuto per effetto di sottrarre oro a questa fonte, cioè alle riserve auree degli Stati Uniti. Difatti, l'oro acquisito dalla maggioranza delle banche centrali, esclusa quella degli Stati Uniti, entra nelle loro riserve e ha scarse probabilità di uscirne. Quando la posizione della maggior parte degli altri paesi diventa debitoria, per superare le loro difficoltà spesso vengono messi a disposizione cospicui mezzi di finanziamento prelevati dalle loro riserve non auree, dalle attività estere delle banche e da una serie di facilitazioni creditizie private e pubbliche. Esistendo la possibilità di accedere a fondi a breve sul mercato di Nuova York, al mercato dell'eurodollaro, al F.M.I. e di ottenere persino prestiti a lungo termine in dollari, l'oro rimane



nelle loro riserve. Il risultato è che l'oro manifesta la tendenza a lasciare gli Stati Uniti e a non farvi ritorno.

Introdurre puramente e semplicemente un nuovo mezzo di riserva, il cui volume deve essere limitato al fine di preservare la disciplina nel sistema, non risolverebbe probabilmente la situazione. Per la maggior parte dei paesi esso non sarebbe che un mezzo in più per finanziare i saldi passivi dei pagamenti senza dar luogo a movimenti di oro, mentre il suo impiego da parte degli Stati Uniti non farebbe, probabilmente, altro che eliminare dollari in regolamenti e riserve ufficiali, a meno che altri paesi non si accingessero a cambiare la composizione delle loro riserve.

Parecchie sono state le proposte presentate per risolvere il problema. Una di esse auspica che i principali paesi dovrebbero concludere un accordo per armonizzare le politiche relative alle riserve, cioè introdurre una specie di razionamento dell'oro nuovo, da essi stessi imposto. Un'altra afferma che i prelievi dal nuovo mezzo di riserva non dovrebbero essere effettuati senza una quota di trasferimento in oro, perchè così l'oro uscirebbe più facilmente dalle riserve dei paesi e circolerebbe più liberamente.

E' tuttavia difficile raggiungere un accordo sulla opportunità di combinare talune di queste proposte con il nuovo mezzo di riserva, non soltanto perchè cioè richiede l'abbandono di una prassi tradizionale, ma anche perchè gli interessi fondamentali dei paesi differiscono. Occorre tenere presente che queste difficoltà non sono formali o meccaniche: sono, nel senso più ampio, politiche. Far funzionare il sistema con una proporzione decrescente di oro nelle riserve significa, necessariamente, avviarsi verso un sistema più manovrato. E ciò richiede una cooperazione finanziaria più attiva, meno margine per politiche individualistiche e in contrasto con quelle di altri paesi, maggiore sostegno alla sorveglianza multilaterale ed un migliore adeguamento delle misure di politica economica all'equilibrio internazionale. Questi sono però problemi sui quali i governi sono restii ad assumere impegni.

## PARTE II

### RASSEGNA MONETARIA ED ECONOMICA.

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

Al presente, sia nell'America settentrionale che nell'Europa occidentale i saggi d'interesse hanno raggiunto livelli relativamente elevati. Negli Stati Uniti e nel Canada, paesi nei quali durante il 1965 la pressione della domanda ha cominciato a farsi eccessiva, la politica creditizia ha dovuto essere orientata in senso restrittivo e i rendimenti a breve e a lungo termine hanno subito rialzi. Nel Regno Unito, ove si sono registrati limitati margini di capacità produttiva inutilizzata e di mano d'opera disponibile, le restrizioni nel campo del credito sono state recentemente aggravate e i saggi d'interesse si trovano di nuovo in prossimità dei livelli massimi del 1965. Per quanto riguarda i paesi dell'Europa continentale, in alcuni di essi, come Germania, Paesi Bassi e Svezia, i saggi sono aumentati in misura rilevante, mentre, nella maggior parte degli altri, essi sono saliti moderatamente o si sono mantenuti agli alti livelli già raggiunti, riflettendo la diversa intensità con cui si sono manifestate le pressioni della domanda.

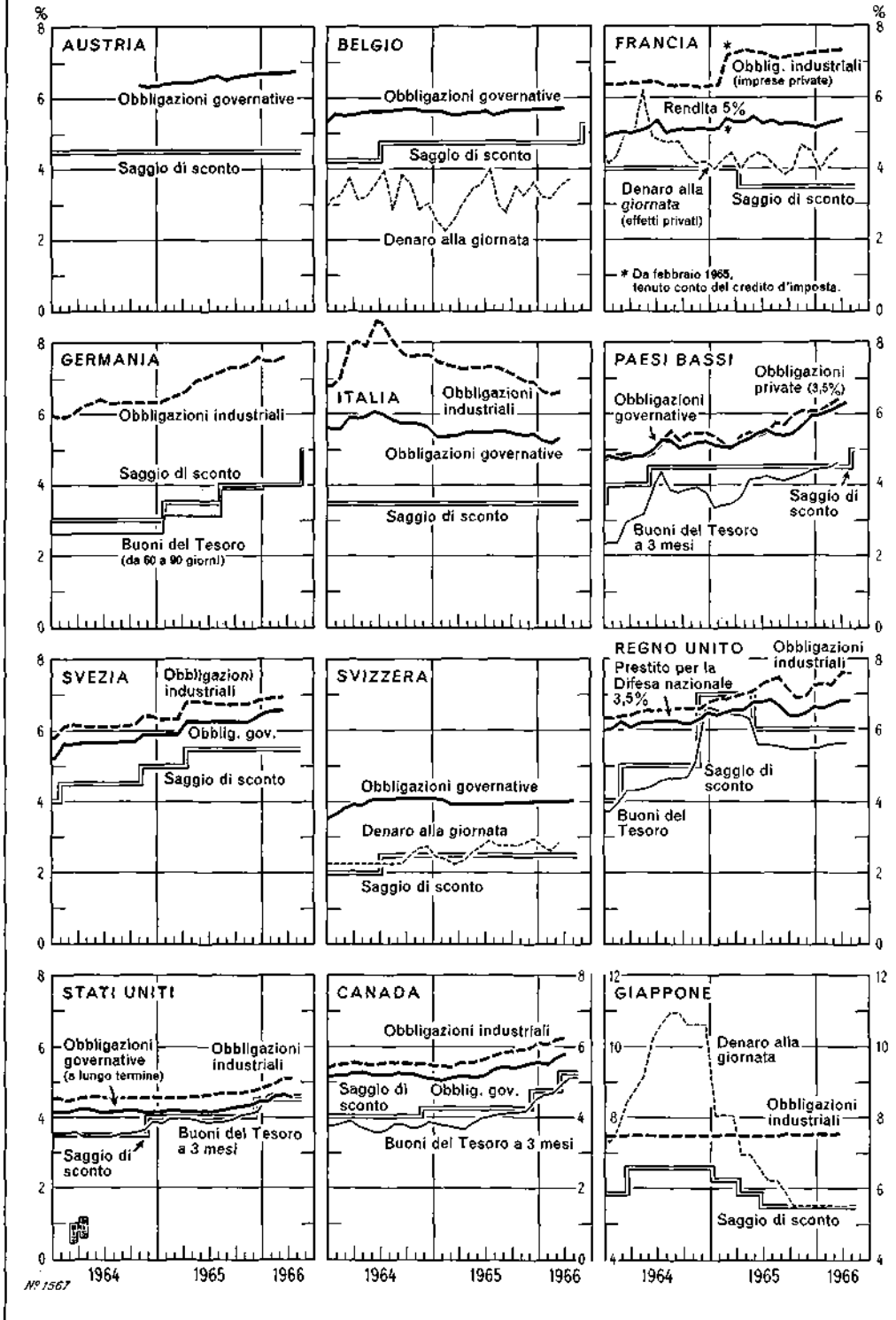
Tali movimenti, determinati in gran parte da situazioni interne, hanno contribuito ben poco a correggere il persistente squilibrio nei pagamenti internazionali verificatosi negli anni recenti. Ne è derivata la necessità di mantenere, e in alcuni casi intensificare, l'applicazione di tecniche selettive intese a disciplinare i movimenti di capitali. Ciò ha concorso, fra l'altro, ad accrescere il volume delle emissioni di capitali, prevalentemente stilate in dollari e destinate ad essere collocate in mercati diversi da quello nazionale.

\* \* \*

#### Saggi d'interesse e flussi di fondi.

L'anno passato, negli Stati Uniti i saggi d'interesse a lungo termine sono aumentati in misura piuttosto notevole. Dopo un prolungato periodo di relativa stabilità, la scorsa estate i rendimenti delle obbligazioni governative a lungo termine hanno cominciato a salire, muovendo dal 4,15% in luglio al 4,71% al principio di marzo 1966, e tendendo successivamente ad attenuarsi, mentre i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società hanno continuato nel loro movimento ascendente. L'incremento nei saggi a breve

Saggi d'interesse.



si è iniziato prima ed è stato più ampio, ammontando, nel periodo che intercorre dalla fine del 1964, ad oltre un intero punto, in gran parte come conseguenza di due rialzi del saggio ufficiale di sconto.

Queste variazioni, che hanno segnato il passaggio da un regime di relativa larghezza ad uno di moderate restrizioni nella politica monetaria, sono state accompagnate da una forte accelerazione nella domanda di credito. Sebbene, infatti, i profitti delle società si siano accresciuti sensibilmente, per effetto fra l'altro della persistente stabilità dei costi unitari, gli investimenti delle medesime sono aumentati in proporzione ancora maggiore, rendendo necessario il ricorso al credito. Vi è stata anche un'accelerazione nel credito al consumo e nella raccolta di fondi da parte delle autorità statali e locali. A partire dalla metà del 1965, i saggi d'interesse sono stati influenzati, in misura crescente, dalle previsioni di un aumento nelle spese per la difesa e negli investimenti in impianti e attrezzature.

Circa un anno fa, negli Stati Uniti il problema del coordinamento fra gli obiettivi interni e quelli esterni sembrava richiedere principalmente un mutamento nella combinazione delle diverse misure di politica economica piuttosto che nel livello della domanda. Condizioni più rigorose per la concessione di credito apparivano lo strumento per ridurre l'eccessivo deflusso di capitali, mentre un ulteriore alleggerimento fiscale poteva considerarsi un mezzo adatto per controbilanciare gli effetti delle restrizioni monetarie all'interno. Fin da allora, infatti, il credito ebbe a subire restrizioni in misura sensibile, ma, essendosi verificato un aumento più rapido del previsto nelle spese governative e negli investimenti privati, la domanda globale ha manifestato la tendenza ad accrescersi in proporzioni eccessive. Di ciò è prova non soltanto l'andamento dei prezzi, ma anche il deterioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Nell'attesa di decidere circa la necessità di interventi nel settore fiscale, e in parte anche in conseguenza della situazione monetaria nei paesi dell'Europa occidentale, le autorità degli Stati Uniti hanno continuato ad impiegare misure selettive per contribuire a contenere il deflusso di capitali.

A partire dalla metà del 1965, nel Canada i saggi d'interesse sono aumentati maggiormente che negli Stati Uniti, in ciò rispecchiando una forte pressione della domanda proveniente dai settori della spesa pubblica, degli investimenti per impianti e attrezzature e delle costruzioni per abitazioni. Nel bilancio presentato nel marzo 1966, il governo ha introdotto una serie di misure intese a moderare la domanda e le tensioni sul mercato creditizio.

Nel Regno Unito, il rendimento di un titolo governativo a lungo termine, considerato rappresentativo, era nel maggio 1966 del 6,7%, cioè pressochè uguale al livello raggiunto la scorsa estate e notevolmente superiore a quello del 6,1% prevalente nell'autunno del 1964, prima dell'inizio della crisi della sterlina. I rendimenti delle obbligazioni governative a breve sono aumentati ancora di più. In parte per ragioni interne e in parte a cagione dei saggi elevati praticati altrove, il saggio ufficiale di sconto è stato mantenuto al 6%.

Nel corso degli anni 1964 e 1965, in misura notevole per effetto del bilancio pubblico e del programma di crediti governativi, gli investimenti sono cresciuti in proporzioni eccessive in tutti i settori dell'economia. Associata ad un livello troppo alto della domanda interna, l'inflazione indotta dai costi ha costituito un serio problema. Date queste circostanze, la domanda di fondi da parte del settore privato e di quello pubblico ha confluato pesantemente sul meccanismo creditizio, le cui tensioni sono state attenuate in parte dal ricorso del governo a massicci crediti del F.M.I. Nel 1965, le misure correttive sono state orientate verso il contenimento sia fiscale che dei redditi, sebbene i risultati effettivamente raggiunti in questi settori abbiano lasciato molto a desiderare. Le autorità hanno pertanto continuato a impiegare intensamente gli strumenti della politica monetaria, adottando al tempo stesso provvedimenti di varia natura intesi ad influire in modo diretto sulla bilancia dei pagamenti. Siccome il bilancio del maggio 1966 è stato indirizzato in modo particolare a favorire il risparmio e la produttività, esso rinvigorisce le misure di stabilizzazione precedentemente adottate. In pari tempo, il governo ha aumentato i suoi sforzi per ridurre con mezzi selettivi il deficit verso l'estero, introducendo un programma di limitazione volontaria del deflusso di capitali verso i paesi sviluppati dell'area della sterlina.

A partire all'incirca dal 1963, nei paesi dell'Europa continentale i saggi d'interesse hanno cominciato a salire, in misura diversa nei singoli paesi, rispecchiando le crescenti preoccupazioni delle autorità per quanto concerne le pressioni inflazionistiche all'interno. Anteriormente, quando i saldi attivi verso l'estero erano più largamente diffusi e la disponibilità dei fattori produttivi presentava una maggiore elasticità, i saggi d'interesse avevano manifestato la tendenza a declinare in stretta concomitanza con l'espansione della produzione.

Nel 1965 e nei primi mesi del 1966, in un certo numero di paesi i rendimenti a lungo termine sono aumentati e, in altri, si sono mantenuti ad un livello elevato. In Germania, quelli relativi ai prestiti contratti dalle autorità pubbliche sono saliti in modo piuttosto brusco, raggiungendo, nel dicembre 1965, il livello del 7,7% in confronto del 6,4% un anno prima e del 6% nel dicembre 1963; nella primavera del 1966, alcuni prestiti pubblici rendevano più dell'8%. Nell'aprile 1966, nei Paesi Bassi il predetto livello era, per le obbligazioni statali, di poco al disopra del 6,5%, cioè superiore di un punto e mezzo rispetto a quello di un anno prima e ancora più elevato in confronto del 4-4,5%, che era prevalso fino al 1963. In Svezia, il rendimento delle obbligazioni governative, proseguendo la precedente ascesa, è passato dal 5,8% all'inizio del 1965, al 6,6% al principio del 1966, mentre in Danimarca è salito dal 6,3%, livello al quale si trovava nel primo trimestre del 1964, all'8,9% alla fine del 1965. Dopo l'aumento generale dei saggi d'interesse verificatosi fra il 1963 e il 1964, in Svizzera, nel 1965, i livelli dei rendimenti dei titoli a lungo termine diversi dalle obbligazioni governative sono ancora alquanto cresciuti. In Belgio, tale livello, per quanto riguarda le obbligazioni statali, dopo essere salito in misura rilevante nel 1963, è rimasto piuttosto stabile nel 1964 e nei primi mesi del 1965, ma ha

**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 . . . . .	1963	7,3	11,3	0,4	19,0	4,2	15,2	0,1	- 0,5
	1964	7,6	11,4	1,4	21,6	5,3	15,8	0,4	0,1
	1965	20,4		- 0,3	20,1	5,3	14,3	- 0,5	1,0
Danimarca . . . . .	1963	9,0	5,8	5,5	20,2	3,5	16,1	- 0,0	0,6
	1964	.	.	5,8	22,2	4,1	17,9	2,1	- 1,9
	1965	.	.	.	22,4	4,5	17,7	1,6	- 1,4
Finlandia . . . . .	1963	9,4	12,3	5,5	27,2	6,3	19,5	1,8	- 0,3
	1964	8,1	11,6	7,7	27,5	5,3	20,2	4,3	- 2,4
	1965	9,3	11,5	6,8	27,6	5,2	20,9	3,8	- 2,3
Francia . . . . .	1963	9,1	7,8	3,5	20,4	5,2	14,9	1,1	- 0,8
	1964	9,1	7,9	4,4	21,4	6,2	15,0	1,5	- 1,3
	1965	9,5	7,7	4,6	21,8	6,7	15,1	0,2	- 0,2
Germania . . . . .	1963	7,3 <sup>1</sup>	11,4	7,3	26,0	6,1	19,2	0,5	0,2
	1964	8,1 <sup>1</sup>	11,8	7,8	27,8	6,3	20,1	1,1	0,3
	1965	9,1 <sup>1</sup>	11,2	6,2	26,5	6,1	20,4	1,2	- 1,2
Italia . . . . .	1963	19,8		3,5	23,3	7,1	16,5	1,1	- 1,5
	1964	20,0		3,6	23,6	7,7	14,1	0,7	1,2
	1965	22,9		0,8	23,7	6,8	12,2	0,8	4,0
Norvegia . . . . .	1963	20,1		6,6	26,7	4,3	26,0	- 0,4	- 3,2
	1964	21,3		6,6	27,9	4,0	24,9	0,2	- 1,2
	1965	23,5		5,5	29,0	4,0	24,6	1,9	- 1,4
Paesi Bassi . . . . .	1963	8,2	12,8	4,7	25,6	3,9	19,7	1,3	0,7
	1964	9,0	12,3	5,7	27,1	4,7	20,5	3,1	- 1,2
	1965	9,2	12,6	5,0	26,8	5,0	19,9	1,4	0,4
Regno Unito . . . . .	1963	5,4	10,2	1,6	17,0 <sup>2</sup>	3,1	13,0	0,6	0,3
	1964	5,6	10,8	2,6	18,1 <sup>2</sup>	3,7	14,0	1,7	- 1,2
	1965	5,2	10,4	3,6	18,4 <sup>2</sup>	3,7	14,1	1,0	- 0,4
Svezia . . . . .	1963	6,0	7,7	9,4	23,1	5,7	17,8	- 0,2	- 0,2
	1964	6,8	7,9	10,0	24,7	6,0	17,6	1,2	- 0,1
	1965	5,4	18,9		24,3	5,9	18,2	1,7	- 1,5
Svizzera . . . . .	1963	5,3	11,7	9,8	26,7	7,1	21,5	1,4	- 3,4
	1964	6,4	11,5	9,6	27,6	7,6	21,9	1,5	- 3,4
	1965	6,7	21,5		28,2	7,6	20,8	1,0	- 1,2
Stati Uniti . . . . .	1963	7,0	8,2	3,2 <sup>3</sup>	18,3 <sup>3</sup>	4,7 <sup>3</sup>	12,1 <sup>3</sup>	1,0	0,5
	1964	7,6	8,5	2,6 <sup>3</sup>	18,7 <sup>3</sup>	4,5 <sup>3</sup>	12,5 <sup>3</sup>	0,8	0,9
	1965	7,0	8,9	3,2 <sup>3</sup>	19,1 <sup>3</sup>	4,2 <sup>3</sup>	13,1 <sup>3</sup>	1,2	0,6
Canada . . . . .	1963	5,8	14,4	2,6	22,3 <sup>2</sup>	4,0	17,7	1,2	- 1,2
	1964	4,3	14,9	3,8	23,0 <sup>2</sup>	4,3	18,8	0,8	- 0,9
	1965	5,6	14,0	5,0	24,4 <sup>2</sup>	4,1	20,5	1,8	- 2,2
Giappone . . . . .	1963	15,5	11,7	9,3	35,1 <sup>2</sup>	5,2	27,3	2,9	- 1,2
	1964	14,7	13,6	7,7	37,3 <sup>2</sup>	5,3	27,4	4,9	- 0,6
	1965 <sup>4</sup>	11,6	13,2	9,6	33,6 <sup>2</sup>	6,6	27,5	- 1,4	0,9

<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> Gennaio-settembre.

cominciato a consolidarsi verso la fine dello scorso autunno. In Italia, i rendimenti a lungo termine, sebbene ora molto al disotto dei massimi raggiunti nella crisi del 1964, sono ancora sensibilmente superiori ai livelli dei primi mesi del 1962.

Per quanto concerne i saggi d'interesse a breve termine, nel 1965 in alcuni paesi dell'Europa continentale le condizioni del mercato monetario

si sono notevolmente aggravate. In alcuni casi, tuttavia, le autorità monetarie sembrano essersi ispirate ad una certa moderazione nell'introdurre modificazioni nel saggio ufficiale di sconto. E' vero che la Germania ha aumentato il saggio ufficiale in due tempi, dal 3 al 4%, ma, data la situazione interna ed esterna, questo livello è ancora relativamente basso. Nell'aprile 1965, la Svezia ha portato il suo saggio ufficiale dal 5 al 5,5%. Gli altri paesi, in generale, non sono ricorsi ad ulteriori aumenti, mentre, nell'aprile 1965, in Francia le autorità monetarie sono state in grado di ridurre il saggio di sconto al 3,5%, cioè al livello che era in vigore prima dell'inizio del programma di stabilizzazione.

La Nederlandsche Bank ha aumentato il saggio di sconto dal 4,5 al 5% il 2 maggio 1966. Successivamente, il 27 maggio, la Bundesbank ha rialzato il saggio di sconto di un intero punto, portandolo dal 4 al 5%. Alcuni giorni dopo, il 2 giugno, la Banca nazionale del Belgio ha ritoccato il saggio di sconto dal 4,75 al 5,25%. La variazione è stata apportata, ogni volta, tanto per ragioni interne che esterne.

Nei paesi dell'Europa continentale, analogamente a quanto si è verificato nel Regno Unito, nel Canada e, più di recente, negli Stati Uniti, il comportamento del settore pubblico ha costituito un fattore importante, spesso preponderante, dell'incremento dei saggi d'interesse. Ciò vale per Germania, Paesi Bassi, Belgio, Svizzera, Danimarca, Finlandia e Spagna. In tutti questi casi la spesa pubblica è cresciuta in rapporto alle entrate tributarie a partire all'incirca dal 1963. Per di più, in alcuni paesi, soprattutto Germania, Paesi Bassi e Svezia, il rapido incremento della spesa da parte delle autorità locali ha aggravato le tensioni esistenti sui mercati finanziari.

Diverse sono le ragioni che hanno determinato queste tendenze sfavorevoli nel settore pubblico. Nella maggioranza dei casi, si è verificata una forte accelerazione nelle spese inerenti ai servizi pubblici, che riflette, in parte, le necessità di infrastrutture create dal rapido sviluppo avutosi in precedenza nei consumi privati e negli investimenti. Vi hanno qualche volta contribuito i crescenti salari nel settore pubblico, particolarmente in Italia nel 1962-63, nei Paesi Bassi, Danimarca e Belgio. In alcuni paesi, soprattutto Germania e Paesi Bassi, le misure di alleggerimento fiscale adottate in passato hanno contribuito a determinare la presente situazione. Qualunque sia la ragione che sta alla base dello sviluppo, non si può, tuttavia, eludere il fatto che le necessità del bilancio pubblico debbono essere valutate alla luce degli obiettivi più vasti sia interni che esterni e debbono anch'esse sopportare la loro parte dell'onere di restrizioni. Un'attenuazione delle pressioni di natura monetaria ottenibile mediante un maggiore contenimento delle spese del settore pubblico sarebbe opportuna non solo per motivi inerenti alla situazione esterna, ma anche se considerata in termini di sviluppo economico nazionale. In altre parole, col concorrere ad aumentare il risparmio nazionale, le migliorate situazioni dei bilanci pubblici, se combinate con condizioni di maggiore larghezza sul mercato del credito, renderebbero possibile sostenere un alto saggio di investimenti, mentre ridurrebbero la necessità di attrarre fondi dall'estero. A giudicare dai rispettivi bilanci pubblici per il 1966, la più parte

Variazioni nei saggi ufficiali di sconto dal 1963.

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>Germania</b>		<b>Portogallo</b>	
17 marzo 1960 . . . . .	5	5 maggio 1961 . . . . .	3	12 gennaio 1944 . . . . .	2½
27 giugno 1963 . . . . .	4½	22 gennaio 1965 . . . . .	3½	1° settembre 1966 . . . . .	3
<b>Belgio</b>		13 agosto 1965 . . . . .	4		
6 dicembre 1962 . . . . .	3½	27 maggio 1966 . . . . .	5	<b>Regno Unito</b>	
16 luglio 1963 . . . . .	4	<b>Giappone</b>		26 aprile 1962 . . . . .	4½
31 ottobre 1963 . . . . .	4½	27 novembre 1962 . . . . .	6.57	3 gennaio 1963 . . . . .	4
3 luglio 1964 . . . . .	4½	20 marzo 1963 . . . . .	6.21	27 febbraio 1964 . . . . .	5
2 giugno 1966 . . . . .	5½	20 aprile 1963 . . . . .	5.84	23 novembre 1964 . . . . .	7
<b>Canada</b>		18 marzo 1964 . . . . .	6.57	3 giugno 1965 . . . . .	6
13 novembre 1962 . . . . .	4	9 gennaio 1965 . . . . .	6.205		
6 maggio 1963 . . . . .	3½	3 aprile 1965 . . . . .	5.84	<b>Stati Uniti</b>	
12 agosto 1963 . . . . .	4	26 giugno 1965 . . . . .	5.475	12 agosto 1960 . . . . .	3
24 novembre 1964 . . . . .	4½	<b>Greca</b>		17 luglio 1963 . . . . .	3½
6 dicembre 1965 . . . . .	4½	1° novembre 1960 . . . . .	6	24 novembre 1964 . . . . .	4
14 marzo 1966 . . . . .	5½	17 gennaio 1963 . . . . .	5½	6 dicembre 1965 . . . . .	4½
<b>Danimarca</b>		<b>Islanda</b>		<b>Svezia</b>	
23 maggio 1961 . . . . .	6½	29 dicembre 1960 . . . . .	9	8 giugno 1962 . . . . .	4
19 agosto 1963 . . . . .	6	1° gennaio 1965 . . . . .	8	18 gennaio 1963 . . . . .	3½
13 novembre 1963 . . . . .	5½	1° gennaio 1966 . . . . .	9	14 giugno 1963 . . . . .	4
11 giugno 1964 . . . . .	6½	<b>Paesi Bassi</b>		31 gennaio 1964 . . . . .	4½
<b>Francia</b>		25 aprile 1962 . . . . .	4	6 novembre 1964 . . . . .	5
6 ottobre 1960 . . . . .	3½	8 gennaio 1963 . . . . .	3½	9 aprile 1965 . . . . .	5½
14 novembre 1963 . . . . .	4	6 gennaio 1964 . . . . .	4	<b>Svizzera</b>	
8 aprile 1965 . . . . .	3½	4 giugno 1964 . . . . .	4½	26 febbraio 1959 . . . . .	2
		2 maggio 1966 . . . . .	5	3 luglio 1964 . . . . .	2½

dei paesi appare attualmente orientata verso una politica fiscale improntata a un maggiore contenimento.

Frattanto, in numerosi paesi dell'Europa occidentale gli investimenti di capitali nel settore privato hanno subito lo scorso anno un rallentamento o una diminuzione, e sembra vi abbiano contribuito le misure intese ad accentuare le restrizioni nel campo monetario. Ciò vale soprattutto per la Germania, dove la stretta creditizia è stata accompagnata da ridotti margini per l'autofinanziamento da parte delle aziende. La scarsità del credito è stata anche uno dei fattori che hanno contribuito al rallentamento degli investimenti nei Paesi Bassi, in Svizzera e, anteriormente, in Belgio. D'altra parte, in Francia e, più di recente, in Svezia, il contenimento del bilancio pubblico ha costituito la premessa per lo stabile progresso negli investimenti industriali, che appare attualmente già avviato.

Sebbene i saggi d'interesse si siano mossi all'insù nei paesi su ambedue i lati dell'Atlantico, non si è trattato tuttavia di un puro e semplice processo di "scalata". Sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito, l'orientamento in senso restrittivo della politica creditizia si è rivelato chiaramente auspicabile da un punto di vista non soltanto interno, ma anche internazionale. Nei paesi dell'Europa continentale, gli aumenti dei saggi d'interesse, sebbene non fossero intesi a controbilanciare le ripercussioni esterne di movimenti analoghi



in altri paesi, hanno tuttavia operato in questo senso. Essi non hanno avuto lo scopo di attrarre fondi esteri, ma piuttosto quello di contenere le pressioni inflazionistiche interne. Se ed in quanto si è verificato un processo di scalata nei saggi, ciò è da ascrivere al fatto che i più elevati livelli altrove hanno consentito ai paesi dell'Europa continentale una maggiore libertà di movimento nell'orientare la politica monetaria verso obiettivi interni.

### **Controllo selettivo dei movimenti di capitali.**

La convertibilità monetaria richiede che la domanda, i costi e le condizioni creditizie all'interno siano compatibili con le esigenze della bilancia dei pagamenti. Ciò implica che le misure di politica monetaria devono essere dirette in primo luogo a contenere gli eccessivi flussi di capitali in entrata e in uscita, perchè esse si dimostrano relativamente più efficaci nell'influire sui particolari canali in cui si muovono i fondi che non sul livello effettivo della spesa. Al tempo stesso, la convertibilità spinge i paesi a fare maggiore uso della politica fiscale e di quella dei redditi, al fine di conseguire simultaneamente sia gli obiettivi interni che quelli esterni. Essa tende pertanto a fare adoperare i vari strumenti di politica economica nel modo che risulta per ciascuno di essi più idoneo, contribuendo così a rendere l'espansione sostenibile.

Tuttavia, in pratica, la maggioranza dei paesi è stata riluttante ad accettare la disciplina implicita nella convertibilità, o non è stata in grado di farlo. Essi, invece, hanno cercato in vari modi di indebolire la connessione fra le condizioni creditizie all'interno e i flussi di capitali all'esterno, e ciò allo scopo di poter impiegare più largamente la politica monetaria per finalità nazionali. Si è avuto, come risultato, un movimento graduale di deviazione dall'obiettivo della convertibilità, che fino ad ora si è soltanto manifestato, in gran parte, mediante controlli selettivi sulle transazioni in conto capitali.

Nel perseguire un certo grado di autonomia nella politica creditizia, i paesi hanno posto in essere tecniche diverse, in dipendenza della particolare natura dei loro problemi e dei loro sistemi amministrativi. Si tratta, essenzialmente, di due categorie di misure, le une intese ad influire direttamente sulla bilancia dei pagamenti, le altre ad agire sulla disponibilità di credito e sulla struttura dei saggi d'interesse all'interno. E' vero che alcune di queste misure operano in base alle leggi di mercato, e che pertanto possono essere meno discutibili di quelle che si estrinsecano mediante restrizioni quantitative, ma tutte hanno l'effetto di isolare, entro certi limiti, le condizioni del credito all'interno dalle forze esterne.

Negli Stati Uniti, il problema di eccessivi movimenti di capitali è cominciato a presentarsi all'incirca nel 1960; fra tale anno ed il 1964, il deflusso annuale di capitali privati (incluse le transazioni non registrate) è stato in media di \$5,5 miliardi, in confronto di soltanto circa \$2 miliardi negli anni 1955-59. Nel complesso, tali movimenti, lungi dal possedere un carattere speculativo, hanno tutta l'apparenza di essere stati ispirati a normali

motivi di profitto. E' vero che speciali circostanze, come il ritorno dell'Europa alla convertibilità nel 1958 e gli inizi della Comunità economica europea nello stesso anno, hanno concorso ad ampliare questi movimenti e, forse, reso difficile che si potessero evitare alcuni controlli selettivi di natura temporanea. Peraltro, le condizioni del credito improntate negli Stati Uniti a relativa larghezza sono da considerarsi il fattore che ha reso possibile tale fenomeno e che è stato anche molto importante nel determinarne lo sviluppo.

Allo scopo di limitare questi movimenti, in un primo tempo le autorità hanno operato in modo selettivo per influire sulla struttura dei saggi d'interesse, imprimendo sostenutezza ai rendimenti a breve e mantenendo ad un livello relativamente basso i saggi a lungo termine. Nel luglio 1963, si è avuta l'introduzione dell'imposta di conguaglio degli interessi, il cui campo di applicazione è stato successivamente esteso ai prestiti bancari con scadenza superiore ad un anno. In virtù del programma di limitazione volontaria del credito all'estero, posto in essere nel febbraio 1965, si è provveduto a stabilire un limite per i prestiti bancari accordati a non residenti, mentre le imprese sono state invitate a migliorare, in misura del 15-20% durante il 1965, le loro posizioni individuali per quanto riguarda i pagamenti esterni. Dipoi, nel dicembre 1965, nell'ambito del predetto programma, le società hanno ricevuto l'invito a mantenere la media dei loro investimenti diretti, per gli anni 1965-66, al 135% della media registrata nel periodo 1962-64. Per il 1966 ciò implica una sensibile riduzione rispetto agli investimenti effettivamente compiuti nel 1965.

Nel Regno Unito, i movimenti di capitali dovuti a residenti sono stati disciplinati essenzialmente attraverso i controlli sui cambi, mentre quelli relativi a non residenti, che in generale sono liberi dai predetti controlli, sono stati assoggettati principalmente alle misure di politica monetaria e inerenti ai cambi a termine. In conseguenza dei cospicui deflussi di capitali verificatisi dal 1964, si è reso necessario di intervenire su tutti e tre i fronti. Per quanto concerne i controlli sui cambi, sono state adottate diverse misure - quasi tutte nell'ambito del più vasto programma di restrizioni, introdotto nel luglio del 1965 - aventi come obiettivo di frenare gli investimenti diretti e di portafoglio all'estero (soprattutto all'esterno dell'area della sterlina) e di raccorciare i termini nei pagamenti internazionali. In aggiunta, la nuova imposta sulle società, di recente annunciata, ha lo scopo, fra l'altro, di diminuire l'incentivo a investire all'estero. Nel campo monetario, i saggi d'interesse sono stati mantenuti a livelli relativamente alti. Le autorità sono inoltre intervenute in modo massiccio sul mercato dei cambi a termine.

Al tempo stesso, l'impiego di misure monetarie per attuare il contenimento all'interno ha originato un problema: quello del trasferimento in sterline dei depositi in eurodivise, allo scopo di concedere prestiti all'interno. L'azione diretta sul volume del credito piuttosto che sui saggi d'interesse ha avuto, come effetto collaterale, quello di ovviare in gran parte a tale inconveniente; questa azione è consistita nell'imporre, nella primavera del 1965, un limite quantitativo sulle anticipazioni bancarie, nella decisione, presa anteriormente, di ridurre con gradualità il ritmo di incremento nell'indebita-

mento delle autorità locali e, infine, nel 1965 e al principio del 1966, nell'applicazione di restrizioni sul credito al consumo.

Nei paesi dell'Europa continentale, le tecniche selettive intese a regolare i movimenti di capitali, e quindi la liquidità bancaria, fanno parte integrale da lungo tempo degli strumenti della politica monetaria; ciò si spiega in parte con l'importanza relativa del settore esterno. Negli anni recenti, tuttavia, essendosi spesso verificate pressioni inflazionistiche interne in concomitanza con la presenza di saldi attivi verso l'estero, queste tecniche hanno assunto ulteriori diversificazioni, allo scopo soprattutto di incoraggiare i deflussi di capitali e di limitarne gli afflussi.

Una funzione essenziale è stata quella affidata alle misure dirette a regolare le posizioni delle banche verso l'estero, che hanno assunto proporzioni notevoli per effetto della convertibilità e dello sviluppo del mercato delle eurodivise. In alcuni casi, vi si è provveduto fissando determinati limiti alle posizioni stesse (come, per esempio, in Italia, Francia, Paesi Bassi, Norvegia, Svezia e Austria). In altri casi, le passività nette sono state assoggettate a particolari obblighi di riserva (Germania) o all'esigenza di speciali depositi (Svizzera). Qualche volta, anche per l'incremento delle passività lorde sono stati prescritti speciali depositi (Danimarca) o la riduzione nelle quote di sconto presso la banca centrale (Germania).

Pure le operazioni in divise estere vengono impiegate allo scopo di influire sui movimenti di capitali e sulla liquidità delle banche. Così, in Germania, le autorità hanno in determinati periodi offerto alle banche facilitazioni di riporto a condizioni favorevoli, variandone i termini secondo necessità. Anche in Italia, le autorità hanno effettuato con le banche operazioni di riporto, alla pari, oppure hanno collocato depositi in divise presso di esse. Qualche volta, allo scopo di regolare la liquidità delle banche, le autorità svizzere hanno pure eseguito riporti con le grandi banche commerciali. Nei Paesi Bassi sono state effettuate operazioni di mercato aperto in divise estere per influenzare le correnti di capitali a breve termine.

In qualche caso, gli afflussi di capitali vengono scoraggiati ponendo semplicemente restrizioni per quanto concerne gli strumenti a breve termine nei quali i fondi esteri possono venire collocati. Laddove i mercati monetari sono essenzialmente mercati interbancari, come in Italia e Francia, oppure sussiste generalmente il divieto per i non residenti di acquistare carta ufficiale a breve, come in Germania e Belgio, i movimenti internazionali di fondi sono consistiti quasi esclusivamente in transazioni su depositi vincolati, per il tramite delle banche. Allo scopo di scoraggiare gli afflussi, negli anni recenti alcuni paesi, incluse Germania, Svizzera e Francia, hanno proibito la corresponsione di interessi sui depositi vincolati di non residenti.

Nel campo delle restrizioni valutarie, un certo numero di paesi applica divieti oppure limiti all'attività dei residenti diretta a ricevere prestiti dall'estero, ad accordare prestiti all'estero ed anche per quanto concerne i termini entro cui debbono essere fatti i pagamenti verso e dall'estero. In Italia, Francia, Paesi Bassi e Svezia, ai residenti è lasciata poca libertà di contrarre

prestiti all'estero. Allo scopo di contenere i movimenti di capitali connessi con i termini dei pagamenti internazionali, la maggioranza dei paesi continuano a prescrivere limiti di tempo per effettuare i versamenti da e verso l'estero. Si tratta di disposizioni difficili da far rispettare, sebbene sia vero che l'Italia, durante la crisi dei pagamenti degli anni 1963-64, ha provveduto ad abbreviare sensibilmente i termini dei versamenti relativi alle importazioni, ottenendo buoni risultati.

Per quanto riguarda i movimenti internazionali di capitali a lungo termine, la maggior parte dei paesi accordano attualmente una notevole libertà in materia di investimenti diretti e di portafoglio. Peraltro, praticamente tutti, eccettuata la Germania, disciplinano l'accesso dei non residenti ai rispettivi mercati interni dei capitali. La Svizzera e, per un breve periodo nel 1961-62, i Paesi Bassi hanno permesso l'emissione di cospicui prestiti da parte di non residenti, sebbene solo perchè da tali prestiti non sembrava potesse derivare un'indebita pressione al rialzo dei saggi d'interesse. Nei paesi dell'Europa continentale, le restrizioni imposte all'accesso ai mercati dei capitali sono da ascrivere in notevole misura al desiderio di far sì che il risparmio rimanga disponibile per impieghi all'interno e che al livello dei saggi d'interesse venga assicurata una certa autonomia. Anche le modeste dimensioni di alcune economie, in rapporto alla potenziale domanda estera di fondi, hanno influito al riguardo.

I paesi dell'Europa continentale, oltre applicare controlli diretti sui movimenti di capitali, hanno posto in essere misure quantitative intese a regolare la domanda e l'offerta di fondi all'interno, contribuendo in tal modo a limitare l'aumento dei saggi d'interesse e indirettamente l'afflusso di capitali non desiderati. Così, un certo numero di paesi ha posto dei limiti al saggio di espansione del credito bancario. Negli anni recenti, Paesi Bassi, Svizzera, Francia, Belgio, Norvegia, Danimarca (per gli istituti ipotecari) e Spagna hanno fatto ricorso a questa misura. L'anno passato, Francia e Belgio ne hanno sospesa l'applicazione, ma in quest'ultimo paese essa è stata ripristinata verso la fine dell'aprile 1966. In Italia, dove non è stato introdotto un sistema di limiti, viene esercitato un controllo quantitativo di carattere discrezionale per ciò che riguarda l'accesso al credito della banca centrale, nonché i prestiti bancari che superino un determinato ammontare. In alcuni casi, i paesi hanno continuato ad applicare, o rimesso in vigore, il sistema dei permessi di costruzione, le restrizioni del credito al consumo e i controlli diretti sulle emissioni di capitali all'interno.

Si può concludere che, nei paesi ai due lati dell'Atlantico, le autorità nazionali sono state portate ad applicare in misura crescente strumenti selettivi che consentono una maggiore libertà per un'azione monetaria indipendente. Tuttavia, un'evoluzione come questa costituisce un ripiegamento sostanziale e foriero di pericoli rispetto all'obiettivo della convertibilità? Oppure l'applicazione di queste tecniche è da ritenersi indispensabile per assicurare la stabilità di un sistema di pagamenti internazionali, libero e capace di funzionare entro limiti ragionevoli? Tutti e due i quesiti contengono un elemento di verità. E' chiaro che, in periodi e circostanze determinati, l'impiego di

strumenti selettivi possa essere tale da evitare distorsioni di altra natura. Inoltre, se la politica fiscale non presenta flessibilità o la politica dei redditi non è efficace, non resta alle autorità quasi altra scelta che quella di indirizzare la politica monetaria verso obiettivi interni e di proteggere la bilancia dei pagamenti mediante controlli selettivi intesi a regolare i flussi di capitali. Per di più, anche quando sussista all'interno una felice combinazione di politica fiscale e di politica monetaria, quest'ultima non può operare efficacemente sui movimenti di capitali se le politiche degli altri paesi lasciano alquanto a desiderare.

L'inconveniente di queste tecniche selettive risiede nella loro tendenza ad acquistare un carattere quasi permanente. Una volta introdotte, esse indeboliscono la connessione che deve esistere fra la posizione dei pagamenti verso l'estero e la combinazione di politica fiscale e di politica monetaria ritenuta adatta. Quanto più si amplia la libertà di azione della politica monetaria all'interno, tanto più si riduce lo stimolo ad agire nel settore fiscale ed in quello dei redditi. Soprattutto nel caso di paesi debitori, l'applicazione prolungata di misure selettive vale quanto avere accesso illimitato alle riserve e alle facilitazioni creditizie internazionali. Sussiste il pericolo, pertanto, che un paese, invece di sforzarsi di armonizzare fra loro i vari obiettivi della sua politica economica, manifesti la tendenza a trascurare l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti di base. Anche se tale situazione non è inevitabile, i pericoli insiti in essa sono ben reali.

#### **Mercati dei capitali ed emissioni di prestiti internazionali.**

Uno dei fatti più salienti, verificatisi nello scorso anno, è il volume crescente di prestiti internazionali emessi in Europa. Nel complesso si calcola che nel 1965 queste emissioni abbiano raggiunto l'ammontare di \$1,3 miliardi in confronto di un po' meno di \$1 miliardo nel 1964. Su questo totale, soltanto circa \$500 milioni sono rappresentati da emissioni collocate su singoli mercati dei capitali in Europa, come si può osservare nella tabella che segue. E' vero che i prestiti stilati in DM ed emessi in Germania sono stati cospicui, essendo saliti da \$220 milioni nel 1964 a circa \$340 milioni nel 1965. Quelli emessi sul mercato svizzero sono scesi ulteriormente, a \$50 milioni. Nei paesi del Mercato comune, le istituzioni della Comunità hanno contribuito modestamente all'aumento nel volume dei prestiti internazionali. Le emissioni collocate sul mercato di Londra, esclusivamente ad opera di residenti dell'area della sterlina, si sono ridotte ad un volume trascurabile.

In altre parole, lo scorso anno la parte di gran lunga maggiore dei prestiti è stata costituita da emissioni organizzate principalmente attraverso Nuova York, Londra e Lussemburgo per il loro collocamento su base internazionale. Il grosso di queste "euroemissioni" è formato da prestiti stilati in dollari, che si calcola siano ammontati nell'intero anno ad oltre \$775 milioni contro circa \$575 milioni nel 1964 e soltanto circa \$75 milioni nel 1963. Questi dati includono tanto le emissioni pubbliche che private.

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

Paesi	Anni	Settore pubblico		Settore privato <sup>1</sup>		Emis- sioni estere	Totale	Emis- sioni private ed estere	Totale
		Governo	Auto- rità locali e organi pub- blici	Azioni	Obbli- gazioni				
		miliardi di unità monetarie nazionali							
Belgio . . . . .	1963	2,87	7,17	6,98	10,88	0,08	27,98	2,6	4,0
	1964	7,89	13,73	11,47	5,26	0,17	38,52	2,2	5,0
	1965	17,21	12,57	6,27	14,93	.	50,98	2,6	6,2
Danimarca . . . . .	1963	-0,19	—	0,13	3,10	—	3,04	5,9	5,6
	1964	-0,18	—	0,24	3,49	—	3,55	6,0	5,8
	1965	-0,14	—	0,30	4,82	—	4,99	7,4	7,2
Francia . . . . .	1963	2,09	0,40	4,17	4,67	0,06	11,39	2,3	2,9
	1964	0,55	0,47	5,01	5,14	0,15	11,32	2,5	2,6
	1965	0,00	0,68	5,02	6,34	0,12	12,16	2,5	2,6
Germania . . . . .	1963	1,80 <sup>2</sup>	1,46	1,32	8,80	0,11	13,49	2,7	3,6
	1964	1,51 <sup>2</sup>	1,76	2,24	10,24	0,89	16,64	3,2	4,0
	1965	1,15 <sup>2</sup>	1,96	3,96	9,36	1,36	17,79	3,3	4,0
Italia . . . . .	1963	-200	129 <sup>3</sup>	398	1.144	14	1.485	5,2	4,9
	1964	70	159 <sup>3</sup>	555	1.221	—	2.005	5,4	6,1
	1965	161	501 <sup>3</sup>	376	1.295	14	2.347	4,8	6,6
Paesi Bassi . . . . .	1963	0,61	0,40	0,07	-0,02	-0,12	0,94	—	1,8
	1964	0,20	0,29	0,21	0,14	-0,05	0,78	0,5	1,3
	1965	-0,03	0,59	0,11	0,71	0,04	1,41	1,2	2,0
Regno Unito . . . . .	1963	-0,14 <sup>4</sup>	0,09	0,20	0,24	0,02	0,41	1,5	1,3
	1964	-0,11 <sup>4</sup>	0,09	0,23	0,29	0,06	0,55	1,8	1,7
	1965	0,22 <sup>4</sup>	0,21	0,07	0,37	0,02	0,89	1,3	2,5
Spagna . . . . .	1963	5,00	8,58	19,30	20,70	—	53,58	4,3	5,7
	1964	15,00	8,33	20,12	19,93	—	63,38	3,8	6,0
	1965	27,51	9,10	34,76	25,93	—	97,30	4,8	7,7
Svezia . . . . .	1963	1,88	0,35	0,36	1,95	—	4,54	2,9	5,6
	1964	0,11	0,57	0,48	2,94	—	4,10	3,8	4,6
	1965	-0,29	0,30	0,93	2,71	—	3,65	3,7	3,7
Svizzera <sup>5</sup> . . . . .	1963	-0,33	0,26	1,53	2,19	0,53	4,19	8,5	8,3
	1964	-0,16	0,66	1,54	2,11	0,25	4,40	7,0	7,9
	1965	-0,21	0,75	1,54	1,81	0,21	4,10	5,9	6,8
Stati Uniti <sup>6</sup> . . . . .	1963	2,51 <sup>7</sup>	6,00	1,00	5,50	1,10	16,11	1,3	2,7
	1964	0,82 <sup>7</sup>	5,40	3,00	6,60	0,93	16,75	1,7	2,7
	1965	-4,70 <sup>7</sup>	6,20	2,30	8,80	1,24	13,64	1,8	2,0
Canada . . . . .	1963	0,63	0,92	-0,06	0,39	—	1,87	0,7	4,3
	1964	0,56	0,86	0,32	0,55	—	2,29	1,9	4,9
	1965	-0,06	0,85	0,36	0,79	—	1,74	2,2	3,4
Giappone . . . . .	1963	— 1	50	654	842 <sup>8</sup>	—	1.547	7,0	7,2
	1964	— 17	69	860	904 <sup>8</sup>	—	1.816	7,1	7,3
	1965	— 10	132	263	1.391 <sup>8</sup>	—	1.776	6,1	6,5

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

Altro fatto saliente del 1965 è stato il mutamento nella composizione degli emittenti di prestiti in Europa. Il Giappone, le cui emissioni erano state molto cospicue nel 1964, nell'anno successivo le ha ridotte fortemente. Anche i paesi scandinavi, che nel 1964 avevano contratto un considerevole ammontare di prestiti esteri, nel 1965 hanno ridotto tale loro attività. D'altra parte, le istituzioni internazionali, incluse quelle del Mercato comune, hanno aumentato il loro ricorso a prestiti sul mercato europeo, e così pure hanno fatto alcuni paesi dell'area della sterlina.

L'elemento nuovo, tuttavia, è stato l'apparizione sul mercato europeo di società americane, o delle loro filiali finanziarie, che hanno cominciato a effettuare emissioni su vasta scala. Per l'intero anno, si stima che queste società abbiano raccolto fondi in Europa per circa \$365 milioni, dei quali due terzi rappresentano emissioni stilate in dollari. Questo ricorso a prestiti "oltremare" è stata una conseguenza, in primissimo luogo, del programma americano relativo alla bilancia dei pagamenti.

In base al programma di limitazioni volontarie annunciato nel febbraio 1965, era previsto che durante l'anno le società americane avrebbero dovuto cercare di migliorare le rispettive posizioni dei pagamenti verso i paesi sviluppati, nella misura del 15-20%. Era consentito far uso di diversi metodi per ottenere detto risultato, fra l'altro, attraverso un saldo più favorevole nei rapporti con l'estero, una riduzione degli investimenti diretti, un più ampio rimpatrio di profitti e/o un maggiore ricorso a prestiti esteri. Pertanto, non verificandosi un sufficiente miglioramento della propria bilancia commerciale, una società era fortemente stimolata a raccogliere fondi all'estero, anche a saggi molto superiori a quelli correnti sul mercato americano. Nel programma annunciato per il 1966, questo stimolo è, tutto sommato, ancora più forte. In base al limite imposto globalmente, gli investimenti diretti finanziati con fondi americani e mediante profitti accantonati all'estero debbono venire ridotti nella misura di circa \$800 milioni rispetto al loro livello stimato per il 1965; tuttavia, il limite indicato non si applica agli investimenti diretti effettuati con fondi presi a prestito fuori degli Stati Uniti. In effetti, i programmi delle società prevedono un forte incremento degli investimenti in Europa durante il 1966.

In linea generale, le direttive in vigore per riequilibrare la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, congiuntamente con l'imposta di conguaglio degli interessi, hanno finito con l'instaurare una struttura dei saggi d'interesse americani che opera in senso discriminatorio nei riguardi dei movimenti di capitali a lungo termine. I saggi corrisposti sui prestiti americani da parte di non residenti (eccettuati quelli fra essi che sono esenti dall'imposta) e i saggi offerti da società americane per la raccolta di fondi all'estero si trovano ora ad un livello superiore di circa l'1%, o anche più, rispetto a quello che sarebbe stato altrimenti. E' forse degno di nota che, nel 1965, negli Stati Uniti, le emissioni nette da parte di non residenti sono ammontate a circa \$1,2 miliardi contro \$0,9 miliardi nel 1964 e quasi \$1,1 miliardi nel 1963. Si è trattato di emissioni tutte esenti dall'imposta di conguaglio degli interessi. I paesi dell'Europa occidentale, dopo avere collocato sul mercato degli

Stati Uniti titoli esteri per un ammontare netto di quasi \$425 milioni nel periodo 1962-63, hanno rimpatriato oltre \$200 milioni netti nel periodo 1964-65.

E' difficile dire in quale misura il ricorso a prestiti esteri da parte di società americane abbia effettivamente migliorato la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Evidentemente, i non residenti detentori di titoli americani a lungo termine - investitori istituzionali o altri - hanno trovato vantaggioso trasferire i loro fondi nelle emissioni ad elevato rendimento, offerte in Europa da società americane e stilate in dollari. E' possibile, sebbene si tratti di una semplice congettura, che non meno di un terzo dei fondi raccolti da queste società in Europa provenga dal trasferimento di fondi prima investiti in altri titoli stilati in dollari oppure dall'allontanamento di potenziali acquirenti dal mercato interno americano.

In linea più generale, ben poco si conosce circa l'origine dei fondi che affluiscono al mercato delle euroemissioni. Sebbene in parte provengano anche da aree quali il Medio Oriente e l'America latina, questi capitali nella loro grande maggioranza affluiscono probabilmente da paesi dell'Europa continentale. In primo luogo, non vi sono praticamente ostacoli a tale forma di investimento per i residenti della maggioranza dei suddetti paesi, data la notevole libertà di cui essi ora godono in materia di acquisti di titoli esteri. I residenti del Regno Unito invece ne sono praticamente esclusi, per effetto del forte premio che prevale sul mercato londinese delle divise destinate a investimenti, mentre gli acquisti da parte di residenti degli Stati Uniti sono soggetti all'imposta di conguaglio degli interessi. Secondariamente, dato il persistere dell'inflazione negli anni recenti in Europa, i titoli stilati in dollari S.U. o in altre monete forti, che offrono rendimenti vicini a quelli ottenibili sui mercati dei capitali nazionali, presentano attrattiva per taluni investitori allo scopo di distribuire i loro fondi fra un maggior numero di paesi. Da ultimo, il fatto che simili emissioni non sono soggette ad imposte cedolari ha probabilmente favorito l'afflusso di investitori in tale mercato. Ragioni come queste, unitamente agli elevati rendimenti ottenibili nelle euroemissioni, contribuiscono a spiegare il loro successo iniziale.

Un'opinione erronea circa il mercato delle euroemissioni è che i fondi che vi affluiscono provengano in gran parte dal mercato a breve delle eurodivise. E' invece molto più probabile che i sottoscrittori, i quali nella maggioranza sono residenti di paesi dell'Europa continentale, effettuino semplicemente la conversione di monete nazionali nelle divise loro necessarie, influenzando così indirettamente sulle riserve al centro, oppure vi provvedano cedendo altri titoli esteri di cui sono detentori. D'altra parte, è vero che i garanti delle emissioni sono rimasti qualche volta con forti quantità di titoli non sottoscritti, che li hanno obbligati a ricorrere temporaneamente al mercato delle eurodivise.

Nel 1965 e nei primi mesi del 1966, i saggi d'interesse effettivi delle euroemissioni sono saliti notevolmente, in conseguenza sia del loro grande volume, sia dell'evoluzione verificatasi sui mercati nazionali dei capitali. Al



principio del 1966, i rendimenti di diversi titoli emessi da società americane avevano raggiunto il livello del 6,25-6,5%. Come indicazione di tendenza, il rendimento di un prestito in dollari lanciato dalla Comunità europea del carbone e dell'acciaio, che al principio del 1965 era di circa il 5,5%, alla fine dello stesso anno era salito al 6,1% e nel maggio 1966 aveva raggiunto il 6,5%.

Nel 1966, fino all'inizio di aprile, i titoli esteri già emessi in Europa, o pronti per essere lanciati, sono ammontati ad oltre \$650 milioni, ai quali le società americane hanno contribuito con \$275 milioni. Siccome questo importo costituiva già una metà del totale dei prestiti emessi l'anno precedente, non è sorprendente che il mercato abbia cominciato a manifestare segni di congestione, talchè alcune emissioni sono state differite ed altre sono rimaste parzialmente non sottoscritte presso i garanti delle stesse. Tuttavia, dato che rimane in vigore il programma relativo alla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, si può prevedere che in Europa le emissioni delle società continueranno ad un ritmo piuttosto sostenuto. Peraltro, potrebbe darsi che costi più elevati dei prestiti, unitamente a un rallentamento delle operazioni di arbitraggio da parte di investitori europei, tendano a ridurre il flusso di nuove emissioni. Occorre notare che in marzo gli istituti finanziari canadesi sono stati invitati dal governo a non acquistare titoli emessi da società americane sui mercati europei.

In una prospettiva più ampia, i paesi europei, a partire dal momento in cui è stata introdotta l'imposta americana di conguaglio degli interessi, e cioè dal luglio 1963, si sono trasformati, in conto portafoglio, da importatori netti ad esportatori netti di capitali nei confronti degli Stati Uniti. Vi è stato, inoltre, un maggiore ricorso ai prestiti in Europa, sia da parte di paesi europei che di paesi terzi. A parità di altre condizioni, una variazione nei conti con l'estero di queste dimensioni avrebbe dovuto produrre una forte pressione sui saggi d'interesse europei. In gran parte la variazione si è tradotta in termini più finanziari che reali, in quanto si è trattato di uno spostamento nell'attività di raccolta dei fondi dagli Stati Uniti all'Europa, con scarsi effetti sull'andamento degli investimenti e sulle correnti degli scambi. E' vero che ora i saggi d'interesse in Europa sono considerevolmente più alti, ma gli aumenti si sarebbero in ampia misura verificati ugualmente per ragioni di ordine interno. Grazie agli alti livelli delle loro riserve monetarie, le autorità nazionali sono state generalmente in grado di mantenere la loro politica all'interno abbastanza indipendente dall'evoluzione nell'attività di raccolta di fondi sul piano internazionale.

Ciò nonostante, l'incremento delle euroemissioni pone alcuni fondamentali problemi. Recentemente, le politiche monetarie dei vari paesi, associate a controlli selettivi allo scopo di influire sui movimenti di capitali, hanno concorso a ridurre gli squilibri nei pagamenti esterni. Tuttavia, ciò è stato ottenuto in modi che implicano, in primo luogo, la separazione arbitraria fra i mercati dei capitali degli Stati Uniti e quelli europei per quanto riguarda i saggi d'interesse, e, in secondo luogo, la tendenza verso la integrazione di fatto dei mercati europei in forme non contemplate dalle rispettive

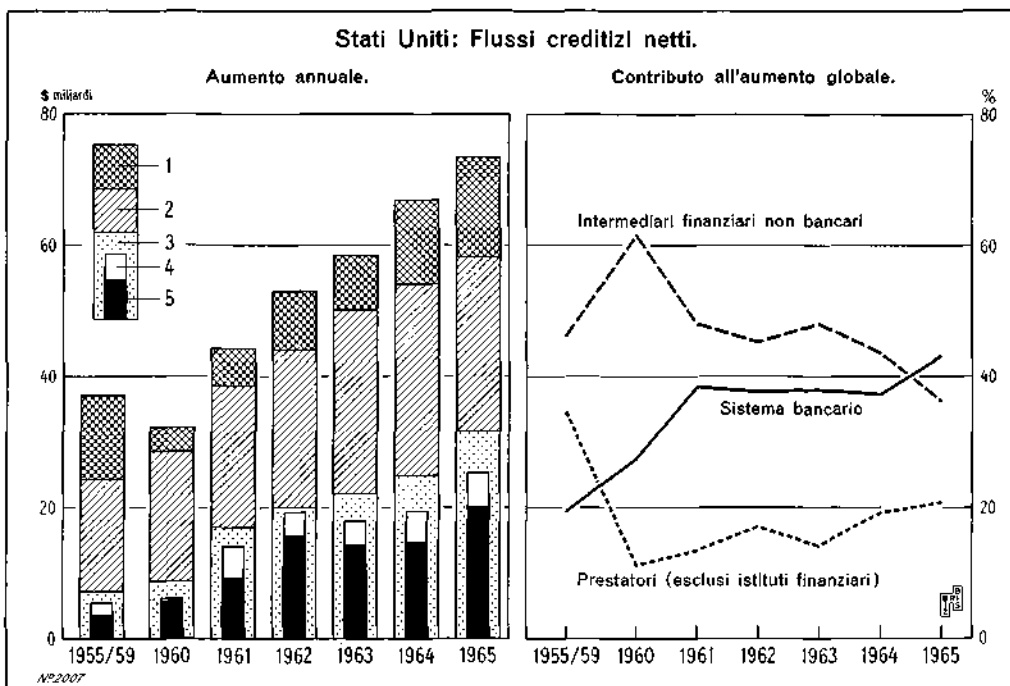
autorità monetarie. Per quanto concerne l'Europa, in realtà, non vi è dubbio che una più stretta integrazione dei mercati dei capitali sia vivamente auspicabile. Ma i paesi dovrebbero compiere ogni sforzo per raggiungere questo scopo mediante misure che concorrano ad aumentare il volume globale del risparmio per impieghi interni ed esterni, piuttosto che adattarsi passivamente ad una evoluzione di carattere internazionale che tende a redistribuire soltanto le disponibilità esistenti. Ciò implica, soprattutto, una politica adeguata sia fiscale che dei redditi. Negli Stati Uniti, la politica monetaria è attualmente molto più aderente alla realtà della situazione dei pagamenti esterni di quanto non fosse un anno fa, ma anche qui si avverte l'esigenza di fare in modo, in parte attraverso il bilancio pubblico, che la domanda eccessiva non aggravi la posizione verso l'esterno.

### **Sviluppi del credito nei singoli paesi.**

*Stati Uniti.* La domanda privata di credito, che già nel periodo 1962-64 era cresciuta in base a un saggio elevato, lo scorso anno ha subito una forte accelerazione. L'espansione del credito in tutte le forme al settore privato non finanziario, incluse autorità statali e locali, ma esclusi non residenti, è ammontata ad oltre \$66 miliardi, con un aumento di circa il 19% rispetto al 1964. Il credito concesso lo scorso anno a questi settori è stato quindi pari a circa il 39% degli investimenti interni lordi più la spesa per beni di consumo durevoli, mentre il valore medio è stato per gli anni 1962-64 di poco superiore al 35% e, per gli anni della precedente espansione 1955-57 inferiore al 31%. L'anno passato, i più forti incrementi si sono verificati nei prestiti bancari e nel credito al consumo, mentre l'aumento per quanto riguarda i fondi raccolti mediante prestiti mobiliari e ipotecari è stato moderato.

D'altro lato, nel 1965 un minor ricorso ai prestiti da parte del governo federale e di non residenti ha contribuito a contenere l'espansione globale del credito. Il governo federale ha ridotto il ricorso netto a prestiti da un ammontare di \$6,7 miliardi nel 1964 ad uno di \$3,1 miliardi nel 1965, che riflette in larga misura il contenimento della spesa pubblica nella prima parte dell'anno. Nello stesso periodo, l'importo dei prestiti concessi a non residenti è sceso da \$4,6 a 2,8 miliardi, quale risultato in gran parte del programma di limitazioni volontarie del credito verso l'estero. Pertanto, nel complesso, l'anno scorso il totale dei fondi raccolti sui mercati del credito negli Stati Uniti è stato di \$72 miliardi, che rappresenta un aumento del 7,5% rispetto al 1964.

Nel 1965, il credito commerciale ha registrato un incremento di \$27,8 miliardi, contribuendo così per quasi due quinti al totale dei fondi raccolti sui mercati del credito. Negli anni 1962-64, tale proporzione era stata di circa un terzo e nel periodo 1955-57 inferiore ad un sesto. Lo scorso anno, l'aumento dei prestiti bancari si è verificato nelle seguenti tre categorie: credito ordinario, credito al consumo e acquisto di titoli emessi dalle autorità statali e locali, per un totale complessivo di \$26,2 miliardi contro \$16,3 miliardi nel 1964. Le banche, per essere in grado di espandere la loro attività



<sup>1</sup> Credito accordato da prestatori (esclusi gli istituti finanziari). <sup>2</sup> Credito concesso da istituti finanziari non bancari. <sup>3</sup> Credito accordato dal sistema bancario (compreso il Sistema della Riserva federale). <sup>4</sup> Variazione nei depositi a vista delle banche commerciali. <sup>5</sup> Variazione nei depositi vincolati delle banche commerciali.

creditizia in misura così ampia, in un periodo di crescenti restrizioni monetarie, sono state costrette a ridurre di \$3,7 miliardi i loro averi in titoli del governo federale. Nel 1965, i depositi vincolati delle banche commerciali sono saliti di \$20,1 miliardi, cioè di circa il 16%, mentre i mezzi di pagamento (biglietti di banca e depositi a vista) sono cresciuti di \$8 miliardi, ossia del 5%.

Negli anni recenti, l'incremento nella proporzione con cui il sistema bancario (inclusa la banca centrale) partecipa ai flussi creditizi netti è dovuto a diversi fattori. Anzitutto, a partire all'incirca dal 1960 la politica creditizia è stata improntata a criteri di relativa larghezza, e i disavanzi di bilancio del governo federale sono stati in gran parte finanziati con fondi a breve. Secondariamente, in prevalenza per motivi inerenti alla bilancia dei pagamenti, i saggi d'interesse a breve hanno subito un aumento sostanziale rispetto a quelli a lungo termine, fornendo in tal modo alle banche la possibilità di raccogliere con più successo depositi su basi concorrenziali. In terzo luogo, dal 1960 all'incirca, le banche si sono adoperate attivamente, mediante lo strumento dei certificati di deposito, per attirare fondi liquidi dalle aziende.

Dall'inizio del 1965, l'espansione del credito ha assunto un'accelerazione dovuta in gran parte all'accresciuta domanda nel settore del credito commerciale. Data questa situazione e, al tempo stesso, nell'intento di assicurare una maggiore efficacia al programma di limitazione volontaria del credito verso l'estero, le autorità hanno cominciato a fornire riserve con minore liberalità rispetto al passato. I saggi d'interesse a breve, già sotto l'influsso

del rialzo del saggio ufficiale di sconto dal 3,5 al 4% introdotto nel novembre 1964, sono saliti fino al mese di marzo, per poi flettersi alquanto nel corso della primavera. Tuttavia, nella seconda metà del 1965, per effetto dell'accelerazione nella spesa del governo e del forte incremento degli esborsi in conto capitali, i saggi a breve hanno subito una nuova espansione, che questa volta si è comunicata anche ai saggi a lungo termine. All'inizio di dicembre, essendosi notevolmente accentuata la tensione dei saggi di mercato, le autorità della Riserva federale hanno provveduto a portare il saggio di sconto dal 4 al 4,5% e i saggi massimi, da corrispondersi in base alla Disposizione "Q", dal 4-4,5 al 5,5% a valere per tutti i depositi vincolati con scadenza di 30 o più giorni. Queste modificazioni hanno avuto come risultato un aumento nel saggio per i crediti di prim'ordine da parte delle banche commerciali, dal 4,5 al 5%, che è stato portato al 5,5% nel marzo 1966.

Nel 1965, l'incremento nel volume dei titoli governativi, detenuti dalle autorità della Riserva federale, è stato di \$3,9 miliardi contro \$3,3 miliardi nei precedenti dodici mesi. Tuttavia, si deve tener presente che, l'anno scorso, la perdita di oro, che detti acquisti di titoli hanno servito fra l'altro a compensare, è ammontata a \$1.665 milioni, mentre essa era stata di soli \$125 milioni nel 1964. Pertanto, se si tien conto di questo e di altri fattori capaci di influenzare la liquidità bancaria, risulta chiaro che le autorità sono state progressivamente più restrittive nel fornire riserve al sistema creditizio. In conseguenza, la posizione netta delle banche affiliate nei confronti del Sistema della Riserva federale è passata da una consistenza di riserve libere per quasi \$170 milioni nel dicembre 1964 ad un indebitamento netto per \$180 milioni nella primavera del 1965. Per il resto dell'anno, se si eccettua un momentaneo miglioramento della disponibilità di riserve quando nel dicembre si è avuto l'aumento del saggio ufficiale di sconto, le riserve nette prese a prestito si sono mantenute sulla media di \$150 milioni, ma nella primavera del 1966 erano salite a \$300-350 milioni.

Nel 1965, la capacità ricettiva del mercato dei capitali è diminuita. Le emissioni nette per tutti i settori sono calate a \$13,8 miliardi da \$16,7 miliardi nell'anno precedente (vedasi tabella a pagina 56). Tuttavia, le sottoscrizioni obbligazionarie nette, lanciate da imprese non finanziarie, hanno registrato un incremento di \$1,9 miliardi, con un totale di \$5,9 miliardi, mentre i prestiti emessi da autorità statali e locali hanno avuto un'espansione di \$0,8 miliardi, con un totale di \$6,2 miliardi. Le emissioni azionarie di imprese non finanziarie sono state di proporzioni modeste. Il fatto che le banche e gli altri istituti finanziari abbiano venduto titoli del governo federale (precisamente quelli con scadenza superiore ad un anno) per un ammontare di circa \$3,6 miliardi nel 1965, ha costituito un elemento di tensione per il mercato. Sembra che sia stato per alleviare questa tensione che le autorità monetarie abbiano consentito che il volume totale di titoli del governo federale, detenuto dal mercato, declinasse di circa \$4,7 miliardi.

Data la vigorosa domanda di prestiti, l'effetto delle restrizioni monetarie è stato piuttosto quello di contenere la recente accelerazione nell'espansione

del credito, che non di rallentare il suo precedente saggio di aumento. A tal riguardo, v'è un limite a ciò che ci si può attendere dall'azione nel solo campo monetario, quando esistano condizioni di rapido sviluppo nella spesa pubblica e negli investimenti privati di capitale e sussista un grado di liquidità relativamente elevato nel settore privato. E' vero che le banche, i cui rapporti fra prestiti e depositi si trovano ora a livelli insolitamente alti, sono premute fortemente dal problema della liquidità. Invero, se osservate in termini di bilancia dei pagamenti, le restrizioni monetarie stanno producendo in larga misura l'effetto che ci si era ripromesso, grazie in parte al fatto che le banche americane nei mesi recenti si sono rivolte sempre più al mercato delle eurodivise per l'approvvigionamento di fondi.

Peraltro, nelle condizioni attuali, è lecito il dubbio se le restrizioni monetarie contribuiranno in misura rilevante a far rallentare il ritmo con cui aumentano le spese in conto capitali delle società, anche se potranno influire sull'edilizia residenziale e sugli investimenti delle autorità statali e locali. Negli anni 1962-64, gli investimenti nel settore delle imprese sono stati pari, in termini globali, al risparmio lordo di questo settore. Ciò nonostante, in conseguenza della facilità cui era improntato il mercato del credito, le imprese hanno fatto ricorso in misura elevata a prestiti e sembra abbiano utilizzato questi fondi per concedere crediti a clienti, accumulare attività liquide ed effettuare investimenti all'estero. Nel 1965, poichè i loro investimenti hanno cominciato ad essere superiori alla disponibilità di fondi propri, le imprese hanno aumentato fortemente il loro indebitamento, in parte in

previsione di futuri fabbisogni. Nel momento attuale, in cui la stretta creditizia comincia a farsi sentire, vi è la possibilità che le imprese reagiscano più col ridurre gli impieghi di fondi di natura finanziaria, inclusi gli investimenti all'estero, che non col diluire nel tempo i loro programmi di investimenti all'interno, stimolati dalla domanda presente e futura. Pertanto, se verranno applicate ulteriori restrizioni, le misure fiscali potrebbero costituire non soltanto il mezzo più appropriato, ma anche il più efficace per contenere la domanda.

Stati Uniti:  
Origine ed utilizzo dei fondi delle imprese.<sup>1</sup>

Voci	Medie annuali		1965
	1955-57	1962-64	
	miliardi di dollari S.U.		
Risparmio lordo . . . . .	29,6	45,2	55,5
Investimenti lordi . . . . .	32,8	45,1	59,6
Eccedenza (+) . . . . .	- 3,2	+ 0,1	- 4,1
<i>Variazioni corrispondenti in:</i>			
Attività liquide . . . . .	0,3	2,0	1,2
Credito al consumo . . . . .	0,4	0,9	1,2
Crediti commerciali netti . . . . .	2,4	4,4	5,6
Altri crediti finanziari (al netto) <sup>2</sup>	1,5	1,5	5,5
Titoli e ipoteche . . . . .	- 6,9	- 8,0	- 9,6
Prestiti bancari e altri prestiti	- 3,3	- 4,5 <sup>3</sup>	- 12,6 <sup>3</sup>
Differenza . . . . .	2,4	3,8	4,6

<sup>1</sup> Soltanto imprese non finanziarie. <sup>2</sup> Compresi gli investimenti all'estero. <sup>3</sup> Incluso un incremento nel debito d'imposta per \$0,8 miliardi in media negli anni 1962-64 e per \$1,6 miliardi nel 1965.

Nei primi quattro mesi del 1966, i nuovi prestiti e investimenti delle banche affiliate alla Riserva federale che pubblicano situazioni settimanali, erano di circa \$700 milioni inferiori al livello del periodo corrispondente dell'anno precedente, pur superando ancora di circa \$1,1 miliardi quello del 1964. Sebbene le banche abbiano continuato ad espandere i prestiti

commerciali con un ritmo che non si discosta molto da quello del 1965, esse hanno ridotto sensibilmente il volume delle nuove ipoteche e l'acquisto di titoli emessi dalle autorità statali e locali.

*Canada.* Nello scorso anno, l'evoluzione economica interna nel Canada si è differenziata da quella negli Stati Uniti sotto tre aspetti: la ripresa negli investimenti per impianti e attrezzature è stata più marcata; la spesa delle autorità provinciali e locali è sensibilmente aumentata e la costruzione di case di abitazione, sebbene in fase di iniziale rallentamento, si è mantenuta sostenutissima. Quantunque il livello di occupazione sia cresciuto del 3,8%, contribuendo ad un'espansione del 6,6% nel prodotto nazionale lordo reale, la capacità di produzione dell'economia è risultata inferiore all'incremento della spesa globale. Dalla primavera del 1965, la domanda monetaria è diventata eccessiva e questo ha portato, per l'anno nel suo complesso, ad aumenti nei prezzi e ad un notevole deterioramento del disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, che è stato in gran parte coperto con un incremento nell'indebitamento a lungo termine verso l'estero.

Come contropartita, tali sviluppi hanno provocato crescenti tensioni sul mercato del credito che, per ragioni di politica economica, sono state solo parzialmente attenuate con operazioni di mercato aperto. Nel 1965, i prestiti in dollari canadesi delle banche autorizzate hanno subito un'accelerazione in seguito al maggiore ricorso al credito da parte delle autorità locali e delle società finanziarie, per cui sono aumentati del 20% contro il 14% nel 1964. D'altra parte, anche i depositi del pubblico presso le banche, soprattutto i depositi vincolati e a risparmio, sono cresciuti più rapidamente e hanno registrato un incremento del 12% in confronto del 7,5% nell'anno precedente. In una certa misura queste variazioni, sia nei depositi sia nei prestiti, sono state causate dal fallimento, nello scorso giugno, di una società finanziaria, che provocò uno spostamento di fondi verso le banche. Ciò sembra rispecchiato dal fatto che, nel 1965, gli averi del pubblico in crediti relativamente liquidi in tutte le forme, compresi i depositi bancari, sarebbero aumentati, secondo stime, soltanto del 9%, ossia poco più che nel 1964. Per quanto riguarda la liquidità delle banche, nel 1965 la pressione si è un poco ridotta grazie ad un incremento nelle loro passività nette verso l'estero e nei depositi del governo, per cui esse sono state in grado di mantenere i loro averi in titoli governativi pressochè allo stesso livello. Per l'anno nel suo complesso, il rapporto fra le attività "più liquide" delle banche autorizzate e il totale dei loro depositi è sceso dal 32 al 30%, un livello da esse considerato estremamente basso.

Il bilancio del governo federale che, sulla base dei conti nazionali era passato da un disavanzo di \$can. 290 milioni nel 1963 ad un avanzo di \$can. 330 milioni nel 1964, è ulteriormente migliorato, avendo nel 1965 raggiunto un'eccedenza di \$can. 550 milioni. Questo avanzo, conseguito nonostante una riduzione nelle imposte personali sul reddito introdotta a partire dalla metà dello scorso anno, ha trovato la sua contropartita, come nell'anno precedente, nelle anticipazioni ad istituti governativi che effettuano prestiti. Il

governo ha inoltre rimborsato un modesto importo del suo debito a più lungo termine, contribuendo così ad un incremento nei finanziamenti delle imprese attraverso il mercato dei capitali. In aggiunta, sebbene nel 1965 le province e le municipalità abbiano accresciuto sensibilmente le loro spese, esse hanno alquanto ridotto le nuove emissioni, avendo fatto più ampio ricorso al credito delle banche, nonchè alle vendite di carta a breve del mercato monetario.

A partire dalla primavera del 1965, i saggi d'interesse a lungo termine sono saliti fortemente, mentre il saggio di sconto della Banca del Canada è stato portato dal 4,25 al 4,75% nel dicembre 1965 e al 5,25% nel marzo 1966. Al volgere dell'anno, il saggio per i crediti di prim'ordine relativi alle ipoteche sull'edilizia residenziale di tipo convenzionale era del 7,5%, il livello più elevato raggiunto dagli anni venti. I margini fra saggi d'interesse a lungo termine canadesi ed americani, sebbene più ristretti per un certo periodo all'inizio del 1965, sono stati mantenuti intorno all'1%. Benchè i margini dei saggi per investimenti a breve con copertura abbiano registrato ampie fluttuazioni, non si sono verificati cospicui movimenti di fondi. La politica economica ha mirato, in linea generale, a incoraggiare importazioni di capitali in misura sufficiente per coprire il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, senza peraltro provocare un'eccessiva accumulazione di riserve.

All'inizio del 1966 si prospettava un altro massiccio incremento nei redditi monetari, spinto da un forte aumento degli investimenti per impianti e attrezzature, nonchè della spesa pubblica. Date queste circostanze, nel marzo sono state introdotte nuove misure fiscali, in base alle quali a partire da giugno saranno aumentate le imposte personali sul reddito; questo incremento avrà per effetto di annullare la riduzione dello scorso anno per quanto riguarda i redditi delle categorie media e alta. Inoltre, allo scopo di incoraggiare il differimento di spese in conto capitali, l'attuale imposta dell'11% sulle vendite di macchinari e attrezzature sarà ribassata al 6% nell'aprile 1967 e abolita nel 1968, mentre le detrazioni per ammortamenti di determinate attività che verranno acquistate nei successivi dodici mesi saranno consentite in misura sensibilmente inferiore per un periodo di tre anni. Infine, per diminuire i fondi disponibili per investimenti verrà prelevata un'imposta rimborsabile del 5% sui profitti lordi delle società al netto delle imposte. Essa dovrà essere versata mensilmente a partire dal maggio 1966 per un periodo di diciotto mesi e verrà rimborsata, con interessi, dopo un intervallo di 18-36 mesi. In complesso, queste misure non faranno altro che compensare la prevista espansione della spesa pubblica.

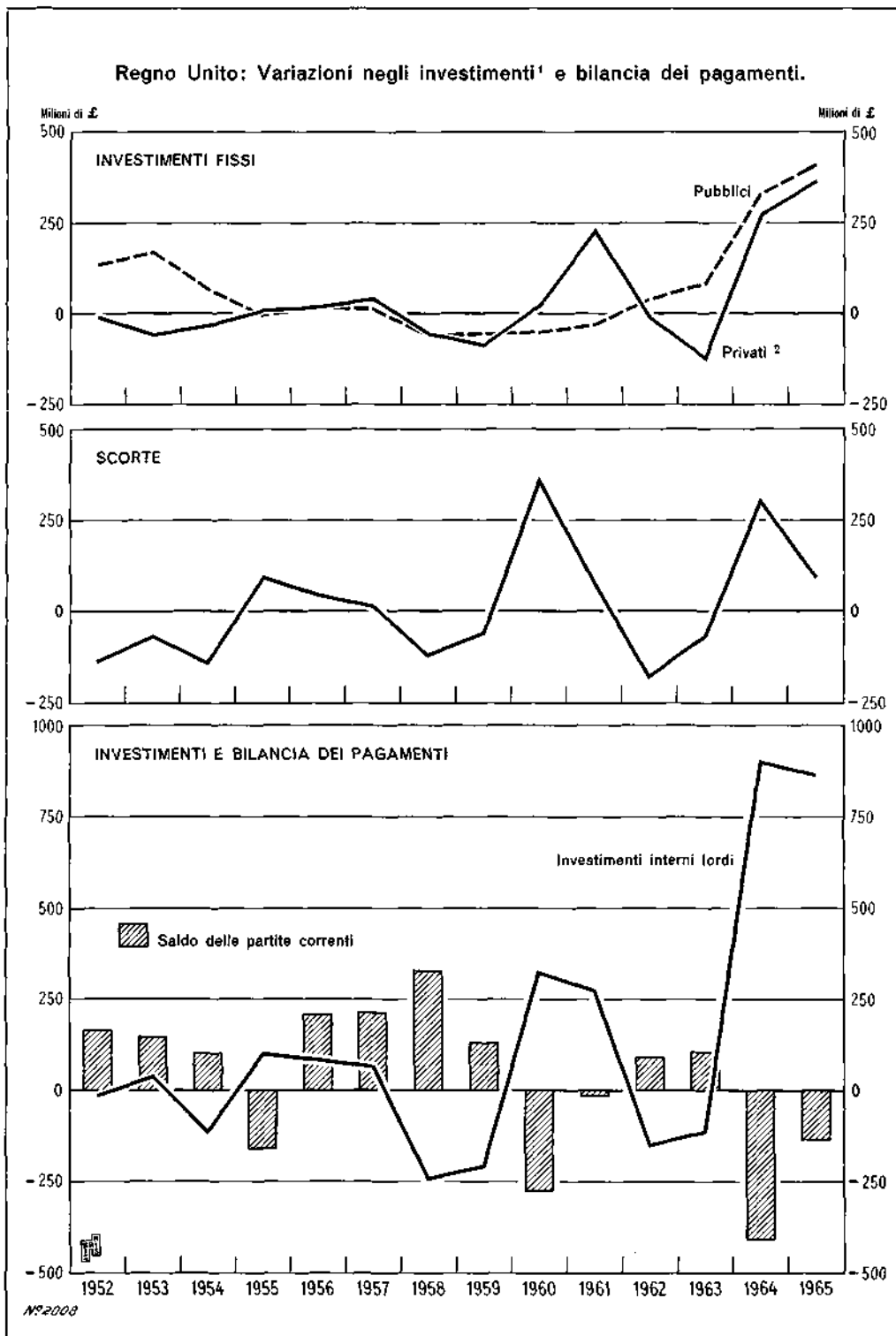
*Regno Unito.* In poco più di un decennio il Regno Unito ha sperimentato tre crisi nei conti con l'estero, dovute principalmente al deterioramento delle partite correnti. In ciascuna di queste occasioni — nel 1955, 1960-61 e 1964-65 — gli investimenti interni lordi, a prezzi correnti, sono fortemente cresciuti: nel 1955 del 19%, nel 1960 del 21% e nel 1964 del 25%, mentre lo spostamento da un saldo attivo ad un saldo passivo si faceva progressivamente più ampio. Data la relativa stabilità delle quote di risparmio, con-

giuntamente alla forte dipendenza del Regno Unito dagli scambi con l'estero, era difatti pressochè inevitabile che un'accelerazione degli investimenti di queste dimensioni si manifestasse sotto forma di saldo passivo della bilancia dei pagamenti. D'altra parte, in una prospettiva di lungo periodo, le autorità hanno avuto, nel corso degli anni, un certo successo nel far aumentare il saggio di formazione dei capitali. Nel periodo di dieci anni decorsi dal 1954 al 1963 — entrambi anni di modesti saldi attivi verso l'estero — gli investimenti interni lordi sono passati da circa il 16,5% a quasi il 19% del prodotto nazionale lordo, al costo dei fattori.

Sotto un importante aspetto, l'evoluzione nel 1964-65 ha presentato un forte contrasto con quella nel 1960-61 e nel 1955. Mentre in questi ultimi due periodi, l'espansione negli investimenti fissi del settore privato (compresa l'industria nazionalizzata) era stata compensata in parte da una riduzione negli investimenti del settore pubblico, nel 1964 gli investimenti fissi privati e pubblici sono aumentati congiuntamente. Nel corso del 1965, in seguito parzialmente a misure restrittive, gli investimenti fissi delle autorità pubbliche e quelli nell'edilizia residenziale hanno manifestato la tendenza a rallentare, mentre i fondi investiti nelle attività connesse alla distribuzione e ai servizi sono diminuiti. Anche il saggio di accumulazione delle scorte è stato assai più basso che nel 1964. Tuttavia, gli investimenti fissi dell'industria manifatturiera e delle imprese pubbliche hanno continuato a crescere. In complesso, nel 1965 gli investimenti interni lordi sono ammontati al 21,8% del prodotto nazionale lordo (al costo dei fattori), cioè non molto lontano dal massimo postbellico del 22,3% raggiunto nel 1964. Questa evoluzione, nonché i salari crescenti nel settore pubblico e privato hanno contribuito a tenere sotto pressione l'economia durante lo scorso anno.

L'andamento degli investimenti si adatta abbastanza bene alla politica economica ufficiale, intesa a ridurre la domanda in modo selettivo, allo scopo di consentire un costante ed elevato saggio di investimenti produttivi. Queste intenzioni erano rispecchiate non solo nel bilancio pubblico dell'aprile 1965, che mirava al contenimento dei consumi privati, ma anche, e con evidenza, nel modo di applicazione delle restrizioni creditizie. A partire dalla primavera del 1965, in seguito all'elevato saggio di espansione registrato nell'anno precedente, l'incremento globale del credito al settore privato è stato sottoposto ad un controllo rigoroso. Verso la fine di aprile, la Banca d'Inghilterra diramò un invito ad effettuare depositi speciali, ammontanti all'1% per le banche londinesi affiliate alla stanza di compensazione e allo 0,5% per le banche scozzesi. Poco tempo dopo, all'inizio di maggio, alle banche affiliate alla stanza di compensazione è stato richiesto di limitare l'espansione nelle loro anticipazioni (in sterline) ad un saggio annuale che dal marzo 1965 al marzo 1966 non avrebbe dovuto superare il 5%. Contemporaneamente, però, sono state ribadite le raccomandazioni diramate alle banche nel dicembre 1964 sull'indirizzo da dare ai prestiti: cioè si sarebbe dovuto conferire la priorità alle esportazioni e agli investimenti produttivi nell'industria manifatturiera, mentre i crediti per lo sviluppo immobiliare, nonché quelli per le vendite rateali e per sovvenire a necessità professionali e personali avrebbero





<sup>1</sup> Calcolati come scostamenti dal "trend" 1954-63, che è rappresentato dalla linea uguale a zero. I saggi d'espansione del "trend" per il periodo 1954-63 sono stati i seguenti: investimenti interni lordi 6,7%, investimenti fissi pubblici 4%, investimenti fissi privati 7,9% e scorte 2,7%. <sup>2</sup> Negli investimenti fissi privati sono compresi quelli delle imprese pubbliche.

dovuto essere ridotti. Le banche affiliate alla stanza di compensazione furono inoltre invitate a contenere l'incremento nelle accettazioni e negli effetti commerciali. La Banca d'Inghilterra chiese pure agli altri istituti finanziari di osservare analoghe limitazioni.

All'inizio di giugno, la Banca d'Inghilterra ha ribassato il saggio di sconto al 6% dal suo livello di emergenza del 7%. Ma, in pari tempo, gli acconti sulle vendite rateali sono stati portati dal 20 al 25% per gli autoveicoli e dal 10 al 15% per la maggior parte degli altri beni. Successivamente, alla fine di luglio, quando la pressione sulla sterlina è di nuovo aumentata, è stata annunciata un'altra serie di misure restrittive. Fra queste sono da menzionare: la decisione di rallentare gli investimenti non industriali delle autorità pubbliche e delle imprese nazionalizzate, le limitazioni alla facoltà di ricevere ed accordare crediti da parte delle autorità locali, l'istituzione di un sistema di licenze per certe costruzioni non essenziali, la riduzione nei termini di rimborso per le vendite rateali e l'inasprimento dei controlli valutari. In tale periodo la Banca d'Inghilterra ha attirato la speciale attenzione degli istituti bancari sull'importanza di contenere i crediti per le importazioni, soprattutto di manufatti destinati al consumo interno e di merci per le scorte, pur continuando ad agevolare i crediti per investimenti produttivi ed esportazioni.

Per l'anno civile nel suo complesso, le anticipazioni del settore bancario (comprese quelle in valute estere) a residenti britannici sono cresciute di £425 milioni, ossia del 6,5% contro il 17,5% nel 1964. A partire dal maggio 1965, quando il limite stabilito per le anticipazioni in sterline è entrato in vigore, i prestiti accordati dalle banche sono rimasti ben al disotto dei limiti prescritti. L'analisi compiuta dall'Associazione dei banchieri britannici per i dodici mesi fino al febbraio 1966 mette in rilievo che le anticipazioni alle industrie chimiche e metalmeccaniche sono aumentate approssimativamente del 22%, mentre quelle ad altri prenditori di prestiti sono cresciute di poco più dell'1%. Le anticipazioni alle società che effettuano vendite rateali ed al settore personale hanno inoltre subito una notevole flessione. Per il settore bancario nel suo insieme, i depositi dei residenti sono aumentati, lo scorso anno, di circa £775 milioni, ossia del 7,5% contro il 5,5% nel 1964. Nel 1965, le anticipazioni a non residenti hanno registrato un incremento che è di circa £100 milioni inferiore ai loro depositi (tanto in sterline che in divise estere).

L'accelerazione nella formazione dei depositi, nonostante l'espansione meno rapida del credito accordato al settore privato, ha rispecchiato il maggiore disavanzo che il governo ha accumulato lo scorso anno e il suo finanziamento che è stato effettuato soprattutto tramite il sistema bancario. Il saldo netto del governo, o il suo fabbisogno di finanziamenti, è ammontato a £596 milioni nell'anno civile 1965 contro £423 milioni nel 1964; la differenza è stata più che coperta da un incremento nei prestiti concessi alle autorità locali. Sul totale del 1965, l'importo raccolto dal Tesoro con vendite ufficiali nette di divise estere contro sterline, in aggiunta a variazioni nel volume di titoli governativi detenuti da non residenti, è ammontato a £117 milioni

contro £637 milioni nel 1964. Lo scorso anno, £479 milioni sono, perciò, affluiti da fonti nazionali, mentre, nel 1964, il volume di titoli governativi posseduti dalle banche e dal pubblico si era ridotto di £214 milioni. In effetti, lo spostamento del Tesoro da fonti estere a nazionali nel ricorso al credito è stato facilitato dalle restrizioni introdotte sui prestiti al settore privato e connesso al miglioramento della bilancia dei pagamenti.

Lo scorso anno, le banche hanno fornito al Tesoro £308 milioni, ossia quasi due terzi dei fondi raccolti all'interno. In aggiunta a quelli provenienti dai depositi speciali disposti in aprile, gli averi delle banche in buoni del Tesoro sono aumentati di £85 milioni e quelli in titoli governativi di £73 milioni. Quanto all'indebitamento verso i privati, l'espansione dei biglietti di banca e delle monete ha reso al Tesoro £195 milioni, ma la minore competitività dei certificati del Risparmio nazionale verificatasi lo scorso anno ha avuto per effetto una flessione di £134 milioni nel debito non negoziabile. Per di più, gli averi del pubblico in buoni del Tesoro (soprattutto quelli detenuti dalle società) sono calati di £37 milioni, dopo una riduzione di £70 milioni nell'anno precedente. D'altro canto, grazie in parte alla maggiore fiducia e ad una più attiva politica di conversione, le vendite di titoli governativi al pubblico sono salite a £147 milioni da soltanto £5 milioni nel 1964. A questo proposito, i privati hanno diminuito i loro averi in titoli governativi e in certificati del Risparmio nazionale, spostandosi verso i depositi presso società di costruzione e crediti verso le autorità locali. Le imprese, sempre più pressate dalla necessità di risorse liquide, hanno ridotto i loro averi sia in buoni del Tesoro sia in titoli delle autorità locali. Nello stesso tempo, si sono però presentati sul mercato gli istituti finanziari non bancari, effettuando acquisti di titoli governativi e di autorità locali per l'importo di circa £500 milioni contro meno di £300 milioni nel 1964.

Durante l'anno l'attività svolta da altri settori sul mercato dei capitali ha tenuto quello dei titoli di prima categoria sotto considerevole pressione. Le emissioni nette delle autorità locali sono salite a £212 milioni da £90 milioni nell'anno precedente. Inoltre, mentre i titoli emessi da imprese industriali e commerciali, quotati in borsa, sono ammontati a £404 milioni, cioè allo stesso importo del 1964, l'introduzione della nuova imposta sulle società, ha provocato un ampio spostamento dalle azioni alle obbligazioni avendo accresciuto la relativa economicità di queste ultime. La raccolta netta di fondi da parte dell'industria manifatturiera ha subito un'espansione di circa il 14% e quella da parte di società immobiliari ed altre imprese si è ridotta del 20%. Le emissioni degli istituti finanziari si sono inoltre fortemente contratte: da £108 milioni nel 1964 a £39 milioni nel 1965.

Le restrizioni monetarie, essendo state rigorose ma selettive, hanno agevolato il finanziamento del cospicuo disavanzo accumulato dal Tesoro, consentendo, in pari tempo, un costante ed elevato livello di investimenti fissi. All'inizio di febbraio 1966, la Banca d'Inghilterra ha invitato le banche affiliate alla stanza di compensazione e altri istituti finanziari a mantenere anticipazioni, accettazioni ed effetti commerciali, fino a nuovo avviso, entro i limiti precedentemente fissati per il marzo 1966; di conseguenza il volume

del credito al settore privato ha subito un'ulteriore restrizione. Le raccomandazioni diramate anteriormente sull'orientamento nella concessione di prestiti sono state lasciate immutate. Al tempo stesso, anche le condizioni per le vendite rateali sono state inasprite: per la maggior parte dei prodotti la rateazione massima è stata ridotta da trenta a ventiquattro mesi (per gli autoveicoli a ventisette mesi) e l'acconto minimo aumentato dal 15 al 25%.

Le cause del ciclo alternativamente di espansione e di contenimento, sperimentato dal Regno Unito nel passato, vanno ricercate soprattutto nel fatto che il saggio degli investimenti è, a breve periodo, legato strettamente, ma in rapporto inverso, alla bilancia commerciale. Ove si consideri il problema in termini di espansione e di equilibrio esterno di lunga durata, si comprende il desiderio di uscire da tale circolo vizioso con un livello sostenuto ed elevato di investimenti. Tuttavia, è importante che la politica economica diretta a questa fine comprenda anche un'azione energica per aumentare il saggio del risparmio nazionale lordo. Ciò comporta, fra l'altro, la necessità di far sì che il settore pubblico rechi un contributo maggiore alla formazione del risparmio e di attuare un'efficace politica dei redditi.

Il bilancio di maggio, sebbene limitato per quanto riguarda gli obiettivi che può raggiungere, è nelle grandi linee coerente con queste necessità. L'imposta selettiva sull'occupazione, che opera in senso discriminatorio contro le industrie dei servizi e l'edilizia a favore delle industrie manifatturiere, mira al conseguimento di molteplici scopi. Se ed in quanto provocherà un movimento della mano d'opera verso l'industria manifatturiera, essa potrà aumentare la produttività, attenuare la pressione esercitata dai salari e migliorare il saldo verso l'estero. Nella misura in cui l'imposta colpisce la mano d'opera occupata nelle industrie dei servizi e nell'edilizia, ripercuotendosi pertanto sui rispettivi prezzi e profitti, essa manifesterà la tendenza a frenare i consumi e gli investimenti meno essenziali, accrescendo contemporaneamente il risparmio accumulato dal bilancio. L'imposta entrerà in vigore in settembre, ma i rimborsi per essa previsti — di cui non potranno usufruire i servizi e l'edilizia, ma in misura integrale i trasporti, l'agricoltura e la pubblica amministrazione e, con l'aggiunta di un premio, l'industria manifatturiera — non avranno inizio che al principio del 1967 e verranno poi continuati ad intervalli. Quale conseguenza secondaria, l'applicazione dell'imposta agirà perciò come un vero prestito forzoso, che produrrà il suo massimo effetto nei mesi iniziali. Date queste circostanze e considerati i limiti imposti all'espansione del credito bancario, nel corso dell'anno la situazione della liquidità verrà sottoposta, a parità di altre condizioni, a una notevole tensione.

Con l'introduzione della nuova imposta e per effetto di altri mutamenti, l'avanzo del bilancio pubblico (esclusi i prestiti) dovrebbe aumentare da £689 milioni nell'anno finanziario 1965-66 a £1.047 milioni nel 1966-67. Si calcola che i prestiti concessi dal Tesoro, soprattutto ad autorità locali e imprese nazionalizzate, saliranno da £1.265 a 1.334 milioni. Si prevede pertanto che il fabbisogno di finanziamenti da parte del Tesoro si ridurrà da £576 a 287 milioni. Tale problema dovrebbe inoltre risultare agevolato dal fatto che recentemente i certificati del Risparmio nazionale sono stati mi-

gliorati per renderli più attrattivi. Perciò, presumendo che i saggi d'interesse continuino a rimanere relativamente elevati, come sembrano lasciar presagire motivi di natura interna ed esterna, i finanziamenti del Tesoro da effettuarsi mediante ricorso al credito fuori del sistema bancario non dovrebbero presentare eccessive difficoltà.

*Germania.* Nei primi mesi del 1965 gli investimenti interni lordi, il cui rapido progresso si è svolto senza interruzione dal principio del 1963, sono aumentati ulteriormente. Poichè, al tempo stesso, i miglioramenti salariali hanno superato l'incremento della produttività, provocando un'altra riduzione dei margini di profitto, il fabbisogno di credito da parte del settore delle imprese si è accresciuto. I bilanci del settore pubblico, lungi dal contribuire a compensare l'ampio volume di investimenti privati, hanno essi stessi manifestato la tendenza a diventare più inflazionistici. Inoltre, una sensibile espansione nel reddito personale disponibile ha provocato, nonostante un incremento nel saggio di formazione del risparmio, un inconsueto aumento dei consumi. Questi fattori hanno congiuntamente concorso a determinare un crescente disavanzo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti, ponendo a carico della politica monetaria, che era stata improntata a più forti restrizioni fin dall'estate 1964, un onere ancor maggiore per conseguire il necessario contenimento. A partire dalla primavera 1965, questa politica ha cominciato a presentare buoni risultati, poichè tanto l'espansione nelle spese in conto capitali quanto quella nel credito sono rallentate.

Per l'anno nel suo insieme, il totale dei prestiti interni (compresi gli investimenti in titoli) accordati dagli istituti di credito è cresciuto di DM 32,6 miliardi, ossia del 13%, che è approssimativamente lo stesso ritmo registrato nel 1964. Il credito al settore privato è aumentato alquanto più di quello concesso al settore pubblico, la cui partecipazione all'espansione globale è diminuita da circa il 26% nel 1964 al 22% nel 1965. Nei limiti di questo totale, gli averi in titoli delle banche — modesti in rapporto alle loro operazioni creditizie, ma cospicui in relazione al mercato dei capitali — sono cresciuti soltanto di circa il 9% contro il 16% nel 1964. D'altra parte, l'espansione nei prestiti ha di poco superato quella registrata nel 1964, rispecchiando soprattutto l'accelerazione dei crediti a breve e a medio termine concessi al settore privato. Il settore pubblico ha continuato ad accrescere rapidamente il suo indebitamento a medio ed a lungo termine che, nel triennio sino alla fine del 1965, è salito di oltre DM 16 miliardi contro soltanto DM 7 miliardi nei tre anni precedenti.

Nello scorso anno, il ritmo sempre sostenuto con cui gli istituti bancari hanno erogato il credito è dovuto in parte all'elevato saggio di formazione dei depositi. Il sensibile incremento verificatosi nei depositi a risparmio, che è stato del 17,5% in confronto del 15,5% nel 1964, è la conseguenza del più elevato saggio di risparmio del settore personale e dell'incertezza prevalente sul mercato dei capitali. I mezzi di pagamento sono cresciuti del 7,5%, aliquota che va confrontata con un incremento nel prodotto nazionale lordo dell'8,4% a prezzi correnti.

**Sistema bancario: Situazione monetaria.**

Paesi	Anni	Variazioni annuali nelle principali					P.N.L. a prezzi di mercato	Moneta e quasi moneta <sup>4</sup> in percentuale del P.N.L.
		attività			passività			
		Attività estere nette	Credito al settore pubblico	Credito al settore privato	Moneta	Quasi moneta		
miliardi di unità monetarie nazionali								
Austria . . . .	1963	4,51	3,42	5,27	3,52	7,00	201,86	49,5
	1964	2,51	2,39	11,38	3,08	10,42	221,39	50,9
	1965	- 1,66	2,15	15,03	4,19	10,72	238,90	53,4
Belgio . . . . .	1963	- 1,30	21,20	16,40	24,50	8,20	697,92	47,4
	1964	8,80	9,10	10,60	19,70	6,10	774,50	45,8
	1965	6,80	16,30	14,10	21,30	11,60	834,50	46,3
Danimarca . .	1963	1,66	- 0,35	2,09	1,63	1,38	54,59	49,3
	1964	0,81	- 0,85	3,58	1,39	1,51	61,62	48,4
	1965	0,17	0,72	2,38	1,57	1,26	69,03	47,5
Finlandia <sup>2</sup> . .	1963	117	56	468	265	464	20.464	41,4
	1964	126	- 48	1.130	56	949	23.356	39,9
	1965	- 236	21	1.167	45	1.022	25.991	40,2
Francia . . . .	1963	4,16	3,78	10,70	19,06	0,69	395,97	39,2
	1964	3,80	- 0,32	10,66	12,21	2,61	435,24	39,2
	1965	3,33	1,29	12,16	14,85	3,01	461,44	40,6
Germania . . .	1963	3,20	5,10	19,20	4,20	12,00	377,60	37,6
	1964	2,70	7,70	21,70	5,40	13,90	413,80	38,6
	1965	0,50	8,10	25,30	5,10	17,30	448,80	40,4
Italia . . . . .	1963	- 780	810	2.594	1.402	1.031	30.193	62,6
	1964	483	548	870	908	872	33.112	61,9
	1965	992	888	1.793	1.871	1.489	35.460	65,5
Norvegia . . .	1963	0,39	0,21	1,00	0,48	1,01	40,51	54,7
	1964	0,27	0,20	1,39	0,57	1,23	44,98	53,4
	1965	1,15	0,10	1,22	0,54	1,74	50,96	51,2
Paesi Bassi . .	1963	0,63	- 0,11	0,92	1,21	2,26	52,34	63,3
	1964	0,11	0,16	1,07	1,15	2,42	60,80	59,8
	1965	0,08	0,87	1,19	1,70	2,42	67,92	60,0
Regno Unito <sup>3</sup> .	1963	.	292	495	.	-	30.450	.
	1964	- 578 <sup>3</sup>	- 200	967	585 <sup>4</sup>	-	32.890	34,5
	1965	- 304 <sup>3</sup>	550	570	909 <sup>4</sup>	-	35.230	34,4
Spagna . . . . .	1963	5,10	12,00	76,80	41,90	53,60	938,60	63,6
	1964	21,00	28,10	90,00	60,30	78,00	1.062,90	67,4
	1965	- 5,80	34,90	125,50	62,30	82,40	1.260,00	67,9
Svezia . . . . .	1963	- 0,13	- 0,63	5,65	1,18	3,31	80,96	71,2
	1964	1,06	- 0,62	4,13	1,27	2,70	90,06	69,2
	1965	0,12	- 0,35	4,57	1,08	2,77	98,54	67,4
Svizzera . . . .	1963	0,88 <sup>5</sup>	0,80	3,95	1,80	4,54	50,37	125,2
	1964	0,85 <sup>5</sup>	0,61	3,92	1,72	4,30	55,57	124,8
	1965	0,54 <sup>5</sup>	0,86	4,46	1,09	4,73	60,20	125,1
Stati Uniti . .	1963	- 0,50 <sup>4</sup>	5,90	16,80	5,80	13,40	598,20	42,7
	1964	- 0,10 <sup>4</sup>	6,40	17,80	6,80	13,20	628,70	43,0
	1965	- 1,20 <sup>4</sup>	6,90	26,30	6,70	19,30	676,30	43,4
Canada . . . . .	1963	0,15	0,24	0,49	0,52	0,51	43,42	36,2
	1964	0,35	- 0,26	1,02	0,71	0,50	47,40	35,4
	1965	0,16	0,04	1,67	1,20	0,78	51,99	36,0
Giappone . . . .	1963	39	241	4.871	2.078	2.884	21.421	103,7
	1964	- 274	727	3.791	1.177	2.772	24.968	105,0
	1965	154	745	2.774	1.043	1.888	27.140	107,9

<sup>1</sup> Medie annuali. <sup>2</sup> In milioni di unità monetarie nazionali. <sup>3</sup> Compresa le attività del Fondo di stabilizzazione dei cambi, la posizione netta F.M.I. e le attività nette delle banche di deposito. <sup>4</sup> Inclusi depositi a breve preavviso. <sup>5</sup> Soltanto Banca nazionale. <sup>6</sup> Attività ufficiali più posizione netta F.M.I.  
Fonte: F.M.I., *International Financial Statistics*.

Il cospicuo volume di credito concesso dagli istituti bancari nel 1965 è stato anche reso possibile dai massicci prelievi che essi hanno effettuato dalle proprie risorse liquide. E' vero che il saldo passivo della bilancia dei pagamenti ha provocato una perdita di liquidità bancaria di soltanto DM 1,3 miliardi (importo modesto se confrontato con il disavanzo della bilancia di base di DM 5,5 miliardi), in parte perchè la difficoltà di ricevere crediti ha indotto i residenti a contrarre prestiti a breve all'estero. I prelievi sui depositi presso la Bundesbank effettuati dal settore pubblico hanno inoltre procurato agli istituti di credito DM 1,1 miliardi di liquidità addizionale. Ciò non di meno, altri fattori, fra cui l'aumento delle riserve obbligatorie e l'espansione della circolazione monetaria, hanno sottoposto le riserve liquide ad una considerevole tensione, sicchè, in complesso, la liquidità delle banche ha subito una flessione di DM 3,7 miliardi. Per coprire questa riduzione, gli istituti di credito hanno effettuato prelievi soprattutto da fonti nazionali, rivendendo DM 1,9 miliardi di carta di mercato aperto alla Bundesbank ed accrescendo il loro indebitamento verso la banca centrale di DM 1,6 miliardi. Non essendo stati aboliti gli incentivi selettivi a tenere fondi all'estero, il rimpatrio di attività del mercato monetario ha consentito la raccolta di soli DM 150 milioni.

Data questa situazione, la Bundesbank ha adottato misure per intensificare la crescente pressione del mercato sulla liquidità delle banche. Nel gennaio 1965, il saggio di sconto è stato portato dal 3 al 3,5% e il saggio della banca centrale per la vendita di carta del mercato monetario è stato aumentato dello 0,5-0,75%. Successivamente, in maggio, la Bundesbank ha annunciato che dall'ottobre avrebbe modificato la struttura delle quote di risconto, ciò che sarebbe equivalso ad una riduzione di esse fino ad un 25%. In agosto il saggio di sconto ha subito un nuovo rialzo, al 4%, mentre i saggi per la vendita di carta a breve del mercato monetario hanno registrato un incremento dello 0,75% e quelli per la carta a più lungo termine sono stati aumentati dello 0,625%. Tuttavia, poichè la pressione sulla liquidità delle banche si era andata intensificando per altre ragioni, la progettata riduzione nelle quote di risconto, che avrebbe dovuto essere applicata a partire da ottobre, è stata differita per metà.

Nel 1965, l'evoluzione verificatasi nel settore pubblico ha seriamente aggravato le tensioni di natura finanziaria provenienti dal settore privato. Poichè le spese ordinarie erano aumentate con ritmo più rapido in seguito ai miglioramenti degli stipendi e delle prestazioni sociali, pur essendo le entrate cresciute più lentamente a causa di riduzioni tributarie introdotte in precedenza, l'avanzo ordinario del settore pubblico nel suo complesso (in termini di reddito nazionale) si è ridotto. Inoltre, mentre nel 1964 il settore aveva realizzato un avanzo finanziario (eccedenza del risparmio sui propri investimenti) di DM 5,6 miliardi, nel 1965 esso ha avuto un disavanzo di DM 1,6 miliardi. Il disavanzo di cassa delle autorità centrali (esclusi i comuni) è salito da DM 3 miliardi nel 1964 a DM 6,1 miliardi nel 1965. Esso è stato finanziato in parte con prelievi dalle riserve di cassa, ma in misura superiore con il ricorso ai mercati creditizi, compreso un cospicuo incremento nel collocamento di carta a breve del mercato monetario. E' anche degna di nota

L'accelerata espansione che, rispetto agli ultimi due anni, si è verificata nel debito comunale, il quale, nel 1965, è cresciuto di DM 4,6 miliardi contro DM 3,5 miliardi nel 1964 e DM 2,4 miliardi nel 1963. Nel luglio 1965, il governo federale ha adottato varie misure per ridurre le proprie spese e in dicembre sono state approvate leggi per diminuire di DM 3,2 miliardi spese precedentemente sanzionate. Sono state inoltre ritoccate le tariffe ferroviarie e l'imposta sulle bevande alcoliche. Per di più, nell'agosto 1965, su iniziativa del governo, le autorità del settore pubblico hanno deciso di tenere periodiche "tavole rotonde", allo scopo di concordare i rispettivi programmi di nuove emissioni.

Il peso delle pressioni finanziarie è stato sopportato dal mercato dei titoli, sul quale i rendimenti dei prestiti emessi dal settore pubblico, dopo essere cresciuti dello 0,5% durante il 1964, sono aumentati di ben oltre un punto nel 1965. La flessione nelle quotazioni delle obbligazioni è stata ininterrotta ed è continuata anche quando le autorità, a partire dal luglio, hanno cessato temporaneamente di concedere autorizzazioni per l'emissione di obbligazioni al portatore. In complesso, l'assorbimento netto di titoli da parte del mercato per DM 17,8 miliardi sostiene favorevolmente il confronto con il totale del 1964, che ammontò a DM 16,6 miliardi (vedasi pagina 56). Tuttavia, questo incremento rispecchia, in parte, il più ampio volume di emissioni estere, due terzi delle quali sono stati acquistati da non residenti, perchè esenti dall'imposta cedolare. Inoltre, il mercato dei titoli a reddito fisso è stato particolarmente debole, in parte a causa del minore sostegno fornito dagli istituti di credito e, in parte, per l'attrattiva che il più ampio volume di emissioni azionarie ha esercitato sul pubblico. Di conseguenza, nello scorso anno, le emissioni nette di obbligazioni tedesche si sono ridotte di DM 1 miliardo, scendendo ad un totale di DM 12,5 miliardi.

Nei mesi recenti, l'economia è rimasta sotto pressione. Sebbene gli investimenti del settore privato siano rallentati, le esportazioni hanno assunto un ritmo più vivace, il "boom" nell'edilizia continua e costi e prezzi stanno tuttora crescendo. Inoltre, mentre il bilancio federale dovrebbe presentare risultati migliori di quelli conseguiti nel 1965, è sembrato evidente che, nel 1966, la spesa del settore pubblico aumenterà complessivamente di circa l'8%. Perciò all'inizio del 1966 la Bundesbank, oltre ad accrescere i saggi per la vendita della sua carta di mercato monetario, ha deciso di far entrare in vigore, a partire da maggio, la riduzione nelle quote di sconto, che precedentemente era stata differita. Successivamente, poichè il fabbisogno finanziario del settore pubblico ha continuato a gravare fortemente sulle quotazioni dei titoli, il governo federale ha annunciato in maggio la propria intenzione di astenersi dal fare ricorso al mercato dei capitali per il resto del 1966. In aggiunta, le regioni ed i comuni hanno convenuto di ridurre, per quanto possibile, i rispettivi bilanci straordinari per il corrente anno e il prossimo, nonchè di astenersi dall'effettuare emissioni obbligazionarie sino a tutto giugno. Da ultimo, verso la fine di maggio, è stata inasprita la politica monetaria. La Bundesbank, per ragioni di natura sia interna che esterna, ha portato il saggio di sconto dal 4 al 5% e, fra le altre variazioni collegate a questa



modificazione, ha elevato il saggio delle anticipazioni con garanzia dal 5 al 6,25 %.

*Svizzera.* Nel 1965 e nei primi mesi del 1966 l'attività economica ha subito in ampia misura l'influsso delle misure di stabilizzazione introdotte al principio del 1964. Queste misure erano costituite soprattutto da controlli quantitativi, diretti a influire sull'approvvigionamento e sulla domanda di fondi e, in pari tempo, a ridurre le pressioni che spingevano all'insù i saggi d'interesse. In breve, esse comprendevano ulteriori restrizioni all'afflusso di capitali esteri, il mantenimento di un limite all'espansione del credito bancario, il controllo sulle emissioni, limitazioni per le nuove costruzioni e una diminuzione della mano d'opera straniera. Complessivamente, i loro effetti sulla domanda privata sono stati assai notevoli, in quanto hanno provocato il rallentamento soprattutto degli investimenti industriali e dell'attività edilizia, e la flessione del disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Ma la domanda globale continua ad essere forte, sostenuta com'è da un cospicuo volume di esportazioni e da una crescente spesa pubblica.

Il totale del credito concesso lo scorso anno dalle sessantadue banche rappresentative è cresciuto di fr.sv. 4,5 miliardi, e ciò, come nel 1964, corrisponde a quasi il 9%. Questo incremento è stato contenuto entro i prescritti limiti, che sono rimasti invariati per i prestiti ordinari al settore privato, ma sono stati attenuati di alquanto per i crediti ipotecari ed i prestiti al settore pubblico. Difatti, nello scorso anno, la maggiore variazione relativa è stata registrata nel credito al settore pubblico, che è aumentato del 19% (fr.sv. 510 milioni) contro il 14% nel 1964. I fondi a più lungo termine collocati presso le banche hanno realizzato un incremento di oltre fr.sv. 4,7 miliardi, ossia, come nel 1964, di quasi l'11%. Gli acquisti di certificati di risparmio si sono accelerati, in seguito ai saggi più elevati corrisposti su di essi alla fine del 1964, consentendo così alle banche di emettere un minore quantitativo di obbligazioni. D'altra parte, a causa sia dei saggi d'interesse più elevati sia del saldo passivo della bilancia dei pagamenti, i mezzi di pagamento (biglietti di banca e depositi a vista) sono cresciuti soltanto del 4% contro un'espansione di oltre il 6% nel 1964 ed una media dell'11% nel periodo 1961-63.

In conseguenza dell'afflusso di capitali, dovuto in parte alla pressione sulla sterlina, la liquidità delle banche ha manifestato all'inizio del 1965 la tendenza ad ampliarsi. Allo scopo di assorbirne la maggior parte, in gennaio la Banca nazionale ha effettuato con gli istituti di credito riporti in valute estere per circa fr.sv. 500 milioni. Nei mesi successivi, la liquidità bancaria si è ridotta in concomitanza con una flessione delle riserve valutarie ufficiali. Le pressioni sulla liquidità delle banche e sul mercato dei capitali si sono alquanto attenuate in giugno, quando la Confederazione ha deciso di ridurre un'imminente emissione di conversione in misura tale da poter rimborsare circa fr.sv. 100 milioni al mercato. In luglio, la Banca nazionale ha invertito la maggioranza delle operazioni di riporto da essa effettuate in gennaio, fornendo così alle banche circa fr.sv. 445 milioni in valuta

nazionale. All'incirca nello stesso periodo, poi, il nuovo afflusso di fondi, anche questa volta in parte dovuto alla posizione della sterlina, ha provocato un miglioramento nella liquidità delle banche. Per compensare parte di questa liquidità, la BRI, su richiesta delle autorità svizzere, ha collocato presso le banche effetti da essa emessi per fr.sv. 100 milioni. Nei mesi successivi il saldo passivo della bilancia dei pagamenti ha causato l'assorbimento di liquidità bancaria, ma la pressione su di essa è stata in certa misura alleggerita dal fabbisogno di mezzi finanziari da parte del governo. Al fine di coprire le crescenti spese di cassa ed i titoli di debito pubblico alla loro scadenza, lo scorso anno la Confederazione ha effettuato prelievi dai suoi depositi presso la banca centrale e liquidato investimenti all'estero. In complesso, nel 1965 i margini di liquidità delle banche si sono ristretti e ciò è continuato nel 1966, rispecchiandosi in un incremento delle operazioni di risconto presso la banca centrale.

I controlli esercitati sulle nuove emissioni, che si basano su un sistema di quote trimestrali, hanno esercitato una forte influenza sull'andamento del mercato dei capitali nel 1965. Le emissioni di obbligazioni svizzere (vedasi pagina 56) sono state di circa il 10% inferiori al livello del 1964, ma tale andamento è da attribuire in ampia misura alla flessione, del 30%, nelle emissioni bancarie, agevolata dall'espansione accelerata nei depositi bancari a più lungo termine. D'altra parte, le emissioni di obbligazioni industriali sono aumentate del 13%, mentre quelle delle autorità locali hanno subito un incremento del 14%. Le emissioni estere sul mercato svizzero, che si sono ulteriormente contratte nel 1965, sono rimaste molto al disotto dei livelli raggiunti in anni precedenti. Il volume dei titoli azionari emessi è stato press'a poco uguale a quello dei due anni anteriori, mentre le quotazioni hanno continuato a flettersi. Nonostante il controllo sulle nuove emissioni, i saggi d'interesse si sono trovati sotto pressione nella primavera del 1965 e il saggio nominale sulle nuove emissioni è cresciuto di circa lo 0,25%. Durante l'anno, i saggi delle ipoteche sono aumentati all'incirca nella stessa proporzione.

Sebbene il ritmo dell'attività economica sia ora assai più calmo, il persistere di una domanda sostenuta e di prezzi crescenti ha reso necessario che la politica di stabilizzazione del governo, secondo le direttive già seguite, venga continuata. Mentre le restrizioni sull'edilizia, imposte due anni prima, sono state abolite nel marzo 1966, i datori di lavoro sono stati invitati a ridurre le forze lavorative straniere di un altro 5% nell'anno corrente. Per quanto riguarda le transazioni in conto capitali con l'estero, a partire dall'aprile 1966 la Banca nazionale ha autorizzato le grandi banche a partecipare, con un'aliquota fino al 10-15%, ai consorzi internazionali che vengono costituiti per le euroemissioni. All'incirca nello stesso periodo, ai non residenti è stato accordato il permesso di acquistare obbligazioni ipotecarie ed un quantitativo limitato di certificati emessi da fondi di investimento immobiliari. Mentre le pressioni inflazionistiche nel settore privato sono ora sotto un controllo più rigoroso, l'andamento nel settore pubblico ha dato crescente motivo di preoccupazione. Il bilancio della Confederazione, che per numerosi anni aveva accumulato cospicui avanzi, nel 1965 è stato in equilibrio, ma nel

1966 registrerà un disavanzo. Poichè si calcola che la spesa crescerà del 21 % rispetto ad un incremento del 15 % nelle entrate, si ritiene che il disavanzo ammonterà a fr.sv. 238 milioni contro un avanzo di fr.sv. 420 milioni nel 1964. Anche la spesa delle autorità locali è cresciuta rapidamente e i bilanci di quasi tutti i cantoni e di numerosi comuni prevedono sensibili disavanzi per il 1966.

*Francia.* Nella primavera del 1965, sullo sfondo di un rilevante avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, l'espansione economica è ripresa e gradualmente ha acquistato vigore. Sebbene gli investimenti fissi dell'industria privata siano stati lenti nel mostrare segni di ripresa, le esportazioni si sono accresciute vivacemente e la domanda interna è stata stimolata dall'edilizia, dagli investimenti pubblici e, verso la fine dell'anno, dalla ripresa nell'accumulazione delle scorte. Il programma di stabilizzazione, anche se modificato sotto certi aspetti per sostenere la fase di transizione che preludeva alla rinnovata espansione, è rimasto orientato verso il conseguimento del suo obiettivo fondamentale consistente nel porre fine, una volta per tutte, alla lunga storia di inflazioni della Francia. In sostanza tale programma comporta il mantenimento di controlli diretti sui prezzi, l'elaborazione di una politica dei redditi del settore pubblico, il conseguimento dell'equilibrio nel bilancio statale e l'adozione di misure monetarie intese a limitare la creazione di liquidità.

Il bilancio pubblico ha assolto la maggiore funzione nello sforzo diretto a limitare la domanda e ad aumentare il saggio globale di formazione del risparmio. Fra il 1963 e il 1964 il disavanzo è stato ridotto da fr.fr. 8,2 miliardi a soli fr.fr. 1,6 miliardi e da allora il bilancio è stato mantenuto praticamente in pareggio. Il miglioramento è stato ottenuto in parte stralciando dal bilancio alcune categorie di spese, ma soprattutto mediante la riduzione dei consumi pubblici i quali, in termini monetari, sono stati mantenuti negli ultimi due anni ad un livello che è proporzionato allo sviluppo del prodotto nazionale lordo. Nel 1965 il bilancio ordinario ha avuto un avanzo di circa fr.fr. 4,3 miliardi, il quale però è stato del tutto annullato dal disavanzo delle partite straordinarie, comprendenti per lo più prestiti al Fondo per lo sviluppo economico e sociale e all'edilizia popolare.

Data la forte posizione del bilancio e la moderata domanda di credito del settore privato, nell'aprile 1965 la Banca di Francia ha abbassato il saggio di sconto dal 4 al 3,5 %. Inoltre, all'inizio di gennaio e di nuovo alla fine di aprile, le autorità hanno ridotto il cosiddetto saggio "T" che costituisce la base per determinare i saggi d'interesse minimi applicabili alle operazioni di credito delle banche. Per di più, nel giugno il limite massimo del 10 % imposto al saggio di espansione del credito bancario è stato sospeso, sebbene le banche siano state invitate a non discostarsi troppo da tale limite. Per il 1965 nel suo complesso, i crediti del sistema bancario all'economia sono aumentati di fr.fr. 12,9 miliardi, e cioè di più del 12 %. Nell'ambito di questo importo i prestiti a medio termine sono saliti di fr.fr. 3,1 miliardi, ossia del 17 %.

Nonostante il maggiore avanzo nei conti con l'estero, la liquidità delle banche è entrata lo scorso anno in una fase di tensione. A causa dell'afflusso netto di valuta estera la loro posizione è migliorata di circa fr.fr. 5,9 miliardi, ma questo effetto è stato in gran parte compensato dall'espansione della circolazione monetaria per fr.fr. 4,6 miliardi. Inoltre il Tesoro ha assorbito liquidità nella misura di fr.fr. 4 miliardi attraverso i fondi netti che gli sono affluiti dai depositi postali, conti di corrispondenza, ecc. Mentre nel 1964 tali fondi erano stati utilizzati dal Tesoro principalmente per rimborsare l'indebitamento verso le banche, nel 1965 essi sono stati destinati a ridurre i debiti verso l'istituto di emissione e ad eliminare quelli verso l'estero. In complesso, quindi, per sostenere le proprie operazioni di impiego, le aziende di credito hanno aumentato il ricorso al risconto presso la Banca di Francia di fr.fr. 2,7 miliardi, dei quali fr.fr. 0,3 miliardi sono stati rappresentati da effetti a medio termine. Nel dicembre 1965 le autorità hanno ulteriormente ridotto, nell'ambito del "coefficiente di liquidità", dal 7,5 al 5%, l'aliquota minima delle riserve obbligatorie che deve essere costituita sotto forma di buoni del Tesoro, dando così alle banche la possibilità di ottemperare agli obblighi di riserva mediante una quota più elevata di effetti a medio termine.

Il risultato di questa evoluzione è stato che i mezzi di pagamento (moneta e quasi moneta) del sistema bancario sono aumentati durante lo scorso anno di fr.fr. 18 miliardi, o del 10,1% contro un incremento del 9% nel 1964 e del 13,7% nel 1963. Le altre forme di risparmio liquido (principalmente depositi presso le casse di risparmio) hanno seguito uno sviluppo parallelo: di fr.fr. 9,5 miliardi che corrispondono al 10,8% circa. Complessivamente, il totale delle attività liquide è stato nel 1965 pari al 58,5% del prodotto nazionale lordo, mentre nel 1964 esso ne rappresentava il 57,1%. L'incremento, pur rispecchiando ancora una certa propensione per la liquidità è sensibilmente inferiore a quello degli anni 1958-63, quando fu varato il programma di stabilizzazione.

Le emissioni nette sul mercato dei capitali, per fr.fr. 12,2 miliardi nel 1965, non hanno superato di molto l'importo di fr.fr. 11,3 miliardi raggiunto nel 1964. Ancora una volta durante lo scorso anno, tuttavia, sembra che una crescente parte di risparmio sia affluita direttamente all'edilizia, per cui l'offerta di fondi sul mercato mobiliare è stata più limitata. E' da notare, inoltre, che il Tesoro, dopo l'emissione di un prestito pubblico per fr.fr. 1,5 miliardi nel 1964, durante il 1965 non ha contratto debiti per proprie necessità. Il prestito nazionale al 5,5% per fr.fr. 1 miliardo lanciato in ottobre ha avuto infatti lo scopo specifico di raccogliere fondi per concedere crediti alle imprese pubbliche e private che intendevano effettuare investimenti. In effetti, pertanto, le emissioni obbligazionarie da parte di emittenti diversi dal Tesoro sono aumentate nel 1965 di circa il 25%. Nello stesso tempo, tenendo conto dei crediti d'imposta che hanno aumentato i rendimenti reali, i saggi d'interesse a lungo termine sono rimasti relativamente stabili.

Il mercato monetario, d'altro canto, è stato talvolta caratterizzato da tensioni. In ogni modo le autorità hanno continuato a fare uso del "coefficiente di liquidità" in parte come strumento regolatore del mercato del

denaro (dal suo livello normale del 36% il coefficiente è stato temporaneamente abbassato diverse volte fino a raggiungere in dicembre il 32%, per poi essere riportato in gennaio al nuovo livello normale del 35%), nonché ad intensificare le operazioni di mercato aperto. Questi interventi hanno reso possibile mantenere il saggio d'interesse per il denaro alla giornata tra il 4 e il 4,5%, contribuendo così ad evitare indesiderati afflussi di fondi dall'estero.

I favorevoli risultati conseguiti dal programma di stabilizzazione hanno consentito ulteriori progressi verso un miglioramento strutturale del sistema finanziario. Secondo i criteri fissati nel bilancio del 1966, sono state adottate alcune misure per istaurare un più funzionale collegamento — non alterato da sperequazioni fiscali — fra i rendimenti dei risparmi a lungo, medio e breve termine: ciò costituisce un incentivo all'effettuazione di depositi vincolati con termini più lunghi e mette le banche, nella raccolta di risparmio, sullo stesso piano degli altri istituti finanziari pubblici e del Tesoro stesso. Una misura soprattutto è stata significativa: essa riguarda le azioni detenute da residenti, il cui rendimento effettivo, a partire dal 1° gennaio 1966, è stato accresciuto da un credito d'imposta equivalente al 50% dei dividendi ricevuti. Diversi provvedimenti sono stati poi presi per attivare la concorrenza fra il sistema bancario e gli altri istituti finanziari. A partire dal febbraio 1966 le banche di deposito sono state autorizzate ad accettare fondi vincolati a due o più anni, mentre alle banche d'investimento ("banques d'affaires") è stato consentito parallelamente di ricevere depositi con vincoli inferiori a due anni. Inoltre il saggio "T" che regola i saggi d'interesse minimi applicabili alle operazioni di credito delle banche è stato ridotto due volte all'inizio del 1965 e abolito del tutto nel marzo 1966. Il finanziamento dell'edilizia è stato agevolato in seguito al sensibile spostamento verso l'alto dei limiti imposti ai prestiti concessi dal "Crédit Foncier" e all'introduzione di un nuovo sistema di risparmio per l'acquisto di abitazioni. Inoltre, il finanziamento degli investimenti produttivi è stato reso più facile mediante l'estensione da cinque a sette anni della durata massima dei crediti a medio termine riscontabili presso la Banca di Francia: questa facilitazione tuttavia è stata limitata agli effetti che giungono a scadenza entro tre anni.

Il rinnovato slancio dell'economia ha dato maggior vigore, negli ultimi mesi, alla previsione di un progresso accelerato negli investimenti fissi dell'industria privata. A tale proposito, oltre alle misure adottate per aumentare la disponibilità di credito a più lungo termine, il governo ha introdotto nel febbraio 1966 un credito d'imposta che equivale ad un sussidio del 10% sui beni d'investimento acquistati o commissionati durante l'anno. Poiché è da prevedere una maggiore pressione della domanda conseguente all'espansione degli investimenti fissi del settore privato, si pone la necessità di continuare l'opera di stabilizzazione dei prezzi e dei costi.

*Italia.* La ripresa dell'economia italiana, dopo un inizio incerto nella primavera del 1965, si è mossa su basi più solide con il passare del tempo. Nonostante il sorprendente aumento delle esportazioni e il prevalere di condizioni di denaro abbondante sul mercato del credito, il movimento ascendente

è stato tuttavia frenato dalla debolezza degli investimenti, sia di carattere industriale che edilizio. Gli investimenti lordi all'interno, dopo la flessione in termini reali dell'8% avvenuta nel 1964, sono diminuiti nel 1965 di un altro 7,5%. Di conseguenza, come aliquota del prodotto nazionale lordo, essi sono passati dal 24,8% nel 1963 al 19,8% nel 1965, riflettendo quasi esclusivamente la diminuzione registratasi negli investimenti produttivi (esclusi quelli di carattere sociale). La ripresa delle spese in conto capitali, che erano insolitamente elevate quando ebbe inizio la fase di recessione, è stata ostacolata da uno squilibrio nel rapporto fra costi e prezzi, nonché dall'eccesso di capacità produttiva; entrambi questi fattori stanno gradualmente scomparendo. Lo scorso anno, infatti, l'espansione dei salari, sebbene spinta avanti dagli scatti della scala mobile, è notevolmente rallentata. Verso l'esterno, questa evoluzione è stata accompagnata per gran parte del 1965 da un ulteriore ampliamento dell'avanzo delle partite correnti, che verso la fine dell'anno ha subito un arresto per effetto delle aumentate importazioni.

Poiché il risparmio del sistema economico non veniva completamente utilizzato, il governo ha cercato di dare nuovo impulso all'economia mediante una serie di provvedimenti di bilancio, la maggior parte dei quali è stata adottata nel marzo 1965. Fra l'altro, è stato deciso di intensificare e accelerare l'esecuzione di opere pubbliche e gli investimenti nelle imprese a partecipazione statale. Inoltre, dopo essersi accollata nel settembre 1964 una parte degli oneri sociali a carico dei datori di lavoro, nel 1965 il governo ha ulteriormente applicato questo alleggerimento fiscale, che per l'intero anno è risultato dell'ordine di lire 277 miliardi. Un fondo di lire 100 miliardi è stato creato per fornire nuove facilitazioni creditizie alle piccole imprese nell'acquisto di macchinari e si è cercato di stimolare l'edilizia mediante esenzioni fiscali, contributi alle costruzioni popolari e sussidi per il pagamento di interessi. Infine, facendo seguito ai miglioramenti apportati nel 1964 negli assegni familiari, le pensioni di vecchiaia sono state aumentate con effetto retroattivo a partire dal 1965.

Il risultato di questi provvedimenti è stato, durante lo scorso anno, un aumento dell'indebitamento netto dell'Amministrazione pubblica (compresi il governo, le autorità locali e il settore della sicurezza sociale) per lire 1.165 miliardi contro un incremento soltanto di lire 90 miliardi nel 1964. La variazione riflette soprattutto un'espansione di oltre lire 1.000 miliardi (24%) nei pagamenti per trasferimenti correnti, specialmente nel settore della sicurezza sociale, nonché un aumento di lire 200 miliardi (58%) nei trasferimenti in conto capitali a favore del settore delle imprese. Gli investimenti in proprio delle autorità pubbliche — lenti nell'adeguarsi agli incrementi programmati — non si sono discostati di molto dal livello del 1964. Per quanto riguarda il finanziamento, il Tesoro ha ottenuto nel 1965 dalla Banca d'Italia e dall'Ufficio italiano dei cambi circa lire 300 miliardi, a valere in parte sulle riserve obbligatorie delle banche costituite in titoli governativi. Inoltre il governo ha aumentato, attraverso nuove emissioni, il proprio indebitamento diretto e indiretto da lire 229 miliardi nel 1964 a lire 662 miliardi nel 1965; gran parte di questi nuovi titoli sono stati assorbiti dagli istituti di credito.

Il disavanzo del settore pubblico, unitamente al maggiore attivo nei conti con l'estero, ha dato origine ad un forte incremento delle attività liquide. Aumentando di lire 1.985 miliardi, ossia del 16%, i mezzi di pagamento (biglietti di banca e depositi a vista) hanno avuto un'espansione pari a due volte quella del 1964. Analogamente le attività quasi monetarie, ampliandosi di lire 1.890 miliardi, hanno registrato una crescita del 15% contro il 10% dell'anno precedente. Come aliquota del prodotto nazionale lordo, il totale delle attività liquide è passato, pertanto, fra il 1964 e il 1965, dal 70,5 al 74%.

Per contro, rispecchiando la debolezza della domanda privata di finanziamenti, i prestiti degli istituti di credito all'interno del paese sono saliti soltanto di lire 935 miliardi, ossia del 7%, dopo un aumento ancora più moderato, del 3%, nel 1964. Di conseguenza, il rapporto fra impieghi e depositi, che alla fine del 1963 era stato pari al 78,6%, si è ridotto al 74,4% nel dicembre 1964 e al 67,7% nel 1965. Disponendo di abbondanti mezzi, le banche si sono orientate in due altre direzioni: in primo luogo hanno aumentato in misura rilevante, con l'assistenza della banca centrale, le loro attività sull'estero, contribuendo così a ridurre durante l'anno il proprio indebitamento netto da lire 508 a 111 miliardi e, secondariamente, hanno ampliato per lire 1.150 miliardi il proprio portafoglio titoli, la cui consistenza è raddoppiata rispetto al 1964. Tali operazioni, fra le quali non sono comprese quelle effettuate per la costituzione delle riserve obbligatorie, hanno avuto principalmente per oggetto obbligazioni emesse dal governo, dagli istituti speciali di credito e dalle imprese pubbliche. In complesso, la liquidità delle banche, comprendendo in essa il margine delle anticipazioni ottenibile presso la banca centrale, è aumentata lo scorso anno di lire 68 miliardi, raggiungendo lire 116 miliardi.

Le emissioni nette sul mercato dei capitali sono cresciute fra il 1963 e il 1964 da lire 1.485 a 2.005 miliardi e hanno toccato lo scorso anno lire 2.345 miliardi. L'andamento rispecchia essenzialmente, da una parte, i maggiori prestiti ricevuti dal governo, il quale, dopo aver ridotto nel 1963 il debito pubblico globale, nel 1965 ha invertito la tendenza effettuando nuove emissioni per lire 660 miliardi e, dall'altra, il crescente indebitamento delle imprese pubbliche, le cui emissioni nel 1965, pari a lire 555 miliardi, hanno rappresentato un volume doppio rispetto al 1963. I prestiti attinti dagli istituti speciali di credito e dall'industria privata sono diminuiti alquanto nei due anni. Dal lato dell'offerta di credito, l'aumento nell'acquisizione di titoli da parte del sistema bancario è stato superiore a quello nel totale delle nuove emissioni, in dipendenza della forte propensione alla liquidità diffusa fra il pubblico. La maggior parte dei saggi d'interesse a lungo termine ha continuato a cedere; i rendimenti delle obbligazioni industriali, che nel giugno 1964 stavano al livello elevato dell'8,57%, sono caduti al 7,63% nel dicembre 1964 e al 6,88% nel dicembre 1965.

La ripresa della domanda privata di credito, già avvertita verso la fine del 1965, sembra sia continuata nei primi mesi del 1966. Il saldo attivo nei conti con l'estero è rimasto una fonte di creazione di liquidità. D'altra parte, il Tesoro, il cui fabbisogno finanziario netto all'inizio del 1966 è risultato

maggiore rispetto al corrispondente periodo dell'anno prima, ha intensificato l'indebitamento a lungo termine, anche al di là dei bisogni effettivi e in tal modo ha assorbito una parte della liquidità del mercato. Peraltro, in armonia con la necessità di stimolare gli investimenti produttivi, i rendimenti delle obbligazioni industriali hanno subito un'ulteriore flessione, dal 6,88 al 6,60%, fra il dicembre e il marzo.

*Paesi Bassi.* Anche nel 1965 i redditi e la spesa hanno subito, in termini monetari, un incremento notevolmente superiore al progresso della produzione. Sempre in termini monetari, la spesa nazionale lorda è cresciuta di circa l'11,5%, ossia più di due volte l'aumento del prodotto nazionale reale, rispecchiando soprattutto una forte espansione dei consumi privati, dell'edilizia residenziale e della spesa pubblica. In connessione con questo andamento, salari e stipendi sono aumentati approssimativamente dell'11% nel settore privato e del 15% in quello pubblico. Ciò non di meno, la posizione verso l'estero è migliorata, in seguito, in ampia misura, ad un rallentamento degli investimenti industriali fissi e ad una sensibile contrazione nell'accumulazione di scorte.

Negli ultimi due anni, l'evoluzione nel settore pubblico ha assunto un andamento spiccatamente espansionistico. Il disavanzo finanziario globale delle autorità pubbliche (risparmio meno investimenti propri) è passato, sulla base dei conti di cassa, da fiorini 1.750 milioni nel 1963 a fiorini 3.080 milioni nel 1965. D'altra parte, l'avanzo finanziario del settore privato (compresi gli investitori istituzionali) è cresciuto soltanto da fiorini 2.730 a 2.970 milioni. Come contropartita di queste variazioni, il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, che nel 1963 aveva registrato un cospicuo avanzo, nel 1965 ha presentato un modesto disavanzo.

Il deficit finanziario del governo è salito da fiorini 730 milioni nel 1964 a fiorini 1.040 milioni nel 1965. Questo deterioramento è dovuto in parte ad una riduzione dell'imposizione sul reddito entrata in vigore a partire dalla metà del 1965, ma soprattutto ad una notevole espansione della spesa, particolarmente per salari e stipendi, nonché sussidi all'edilizia. Inoltre, a causa delle domanda sostenuta di fondi da parte di altri prenditori di prestiti, il governo si è discostato dal principio dei finanziamenti "neutrali", consistente nel coprire il proprio disavanzo con fondi prelevati dal mercato dei capitali. Esso ha invece ridotto moderatamente il ricorso ai crediti a lungo termine, mentre ha accresciuto sensibilmente il suo indebitamento verso il sistema bancario, soprattutto verso la banca centrale.

Il disavanzo finanziario delle autorità locali, dopo essere cresciuto in misura cospicua da fiorini 1.440 milioni nel 1963 a fiorini 2.230 milioni nel 1964, è diminuito a fiorini 2.040 milioni nel 1965. Questo miglioramento è da attribuire in parte ad un notevole incremento delle entrate, ma rispecchia soprattutto una riduzione nel volume degli investimenti fissi (esclusa l'edilizia) dopo un'espansione ben superiore al 30% registrata nell'anno precedente. Perciò, gli sforzi ininterrotti compiuti dal governo per contenere le spese destinate agli investimenti da parte delle autorità locali, principalmente attra-



verso l'imposizione di limiti all'indebitamento globale e quello a breve, hanno dato lo scorso anno i loro frutti. Inoltre, poichè il governo si è alquanto astenuto dal ricorrere al mercato dei capitali, le autorità locali hanno potuto attingere fondi a lungo termine su scala sufficientemente ampia per coprire il loro disavanzo finanziario e consolidare un'aliquota dell'indebitamento a breve.

Nel 1965, il credito bancario a breve al settore privato è aumentato di fiorini 670 milioni, ossia di poco più del 9% contro un incremento del 12% nel 1964. L'espansione è stata approssimativamente intonata con il limite ufficiale che per il 1965 era stato fissato all'11% sulla base del primo semestre del 1963. Ma nello scorso anno le banche hanno di nuovo accresciuto sensibilmente la concessione di crediti a più lungo termine non soggetta a limiti. Perciò, la consistenza dei loro crediti a medio termine, che ha registrato un incremento di fiorini 480 milioni, dopo uno di fiorini 310 milioni nel 1964, è più che raddoppiata nel corso di due anni. Inoltre, nel 1965 i loro investimenti sul mercato dei capitali sono cresciuti di fiorini 570 milioni, ossia del 15%, dopo un aumento del 18% nell'anno precedente. Questa evoluzione ha indotto la banca centrale a invitare le banche commerciali nel giugno 1965 a contenere, a partire da questa data, la concessione di crediti a più lungo termine entro i limiti dell'espansione nelle loro passività aventi analogia durata. Nell'insieme, il credito accordato al settore privato e a quello pubblico è stato accompagnato da un incremento nelle attività liquide interne (compresi gli averi in titoli governativi a breve) di fiorini 1.920 milioni, ovvero dell'8,5%, che rappresenta un importo alquanto inferiore a quello del 1964 e notevolmente minore dell'espansione nel prodotto nazionale lordo in termini monetari. Entro questo totale, i mezzi di pagamento sono tuttavia cresciuti dell'11%, mentre le attività liquide secondarie sono aumentate soltanto del 3%.

La raccolta di fondi sul mercato dei capitali, comprese le emissioni di titoli, nonchè i prestiti al settore privato e quelli ipotecari, è ammontata nel 1965 a fiorini 7,2 miliardi, corrispondente a un incremento del 13% che fa seguito ad uno del 19% nel 1964. Esattamente come nei due anni precedenti, il credito al settore privato ha contribuito per circa tre quinti al totale. Una caratteristica dell'offerta è costituita dal crescente volume di fondi provenienti dal settore delle imprese e da quello personale, che hanno investito fiorini 1.230 milioni sul mercato nel 1965 e fiorini 900 milioni nel 1964 contro una media di soltanto fiorini 215 milioni negli anni 1959-63. I saggi d'interesse a lungo termine, in fase ascendente, sono stati pertanto un fattore che ha contribuito ad attirare il risparmio verso il mercato dei capitali. Dall'autunno 1963 alla fine del 1965, il rendimento medio delle obbligazioni governative a lungo termine è cresciuto di oltre un punto e tre quarti.

Per quanto riguarda il 1966, le autorità hanno compiuto sforzi per moderare gli effetti dell'espansione del settore pubblico. Si prevede che la spesa globale del governo, dopo essere salita del 18% nel 1964 e di quasi il 13% nel 1965, subirà quest'anno un ulteriore incremento del 10%. Tuttavia, in seguito soprattutto agli aumen i delle imposte indirette, le entrate sono

destinate a crescere in misura ancora maggiore, per cui si calcola che il disavanzo generale diminuirà di fiorini 400 milioni, registrando un livello di fiorini 1.080 milioni. A partire dal dicembre 1965, inoltre, gli sforzi per tenere sotto controllo gli investimenti delle autorità locali mediante limiti imposti al loro indebitamento sono stati abbandonati ed è stato adottato, in loro vece, un sistema centralizzato di finanziamenti tramite la Banca delle Municipalità olandesi e un altro istituto di credito pubblico. Nonostante tutto ciò, all'inizio del 1966 la domanda globale ha continuato a espandersi rapidamente ed è stata accompagnata da un crescente deficit nei conti con l'estero; in aprile, il rendimento delle obbligazioni governative a lungo termine aveva superato il 6,5%. Di conseguenza, la Nederlandsche Bank, dopo aver mantenuto invariato il saggio di sconto dal giugno 1964, in maggio lo ha aumentato dal 4,5 al 5%. Per di più, è stato inasprito il limite imposto al volume del credito bancario a breve per il periodo fino ad agosto. Poco tempo dopo, il governo ha adottato nuove misure per contenere l'inflazione; fra l'altro, economie nella spesa pubblica, un limite del 7,5% per i miglioramenti salariali e un sistema di autorizzazione preventiva per gli aumenti di prezzi.

*Belgio.* L'espansione della domanda ha incominciato a rallentare nel corso del 1964 e a partire dalla primavera del 1965 la produzione è andata livellandosi. La tensione sul mercato del lavoro si è allentata e i prezzi ingrosso sono saliti più lentamente, ma i prezzi al consumo nonché salari e stipendi, che sono strettamente legati a indici, hanno continuato a crescere con ritmo piuttosto vivace. Tuttavia, data la domanda più moderata e siccome la posizione verso l'estero stava diventando fortemente creditoria, le autorità hanno ritenuto opportuno attenuare gradualmente le misure restrittive adottate nel 1963 e 1964.

Nel campo monetario, le condizioni del risconto sono state rese più favorevoli a partire dal gennaio 1965 per alcuni settori di attività, in particolare l'industria tessile. In aprile gli istituti finanziari sono stati autorizzati a concedere prestiti destinati sia a effettuare investimenti, sia a rimborsare i crediti in dollari ricevuti da banche americane, senza tener conto dei limiti quantitativi in vigore per l'attività creditizia. Nel luglio, il limite del 10% imposto all'espansione dei prestiti concessi è stato sospeso e la riserva monetaria dell'1% abolita. Contemporaneamente, la Banca nazionale, ritenendo che la pausa nell'attività sarebbe stata transitoria, ha sottolineato la necessità di mantenere l'espansione creditizia entro limiti moderati. Essa ha soprattutto raccomandato alle banche di evitare qualsiasi accelerazione nella concessione di credito per scopi di natura immobiliare e per consumi, di contenere il volume dei crediti non mobilizzabili e di finanziare i prestiti a più lungo termine soltanto con appropriate risorse aventi analoga scadenza. Inoltre, il saggio di sconto della Banca nazionale che, nel periodo di dodici mesi fino al luglio 1964 era stato portato dal 3,5 al 4,75%, non è stato ridotto.

Il bilancio pubblico ha agito da stimolo all'economia. Nella primavera 1965, gli investimenti pubblici sono stati alquanto accelerati, mentre per l'anno nel suo complesso le entrate sono state meno elevate e le remunera-

zioni nel settore dei servizi pubblici, pure collegate a indici, sono cresciute sensibilmente. Al netto dei rimborsi di titoli di debito pubblico, il fabbisogno finanziario del Tesoro è ammontato a fr.belgi 22,1 miliardi contro fr.belgi 15 miliardi nel 1964. In pari tempo il Tesoro ha tuttavia intensificato il suo ricorso al mercato dei capitali belga da fr.belgi 13,9 miliardi nel 1964 a fr.belgi 26,9 miliardi nel 1965. Il credito ricevuto in queste proporzioni ha consentito al Tesoro di avviare all'estero fr.belgi 4,8 miliardi per ridurre il proprio indebitamento estero.

La più lenta espansione della domanda, in concomitanza con il saldo attivo nei conti con l'estero e il disavanzo del bilancio pubblico, è stata accompagnata da un elevato saggio di formazione delle attività liquide. Rispecchiando soprattutto una più rapida espansione dei depositi vincolati e a risparmio, le passività monetarie e quasi monetarie del sistema bancario sono cresciute di fr.belgi 33 miliardi, ossia del 9%, contro un incremento del 7,5% nel 1964. Come contropartita dei prestiti concessi, gli istituti bancari hanno aumentato i loro crediti nei confronti del settore pubblico di fr.belgi 12,2 miliardi rispetto ad un'espansione di fr.belgi 9,8 miliardi nel 1964. Benchè la domanda di crediti bancari da parte del settore privato sia cresciuta più lentamente per quasi tutto il 1965, essa ha continuato ad essere abbastanza sostenuta, a causa parzialmente dei costi crescenti e della riduzione dei margini di profitto. Verso la fine dell'anno, quando si è verificato un movimento di ricostituzione delle scorte, il credito bancario ha assunto una sensibile accelerazione. Per il 1965 nel suo insieme, i prestiti degli istituti bancari al settore privato sono aumentati di fr.belgi 14,3 miliardi, ossia di circa il 14,5% contro il 10,5% nel 1964. Tuttavia, poichè si è verificato un rallentamento nel credito concesso da altri intermediari finanziari, soprattutto istituti pubblici di credito, il totale dei prestiti accordati al settore privato ha subito un incremento di quasi il 12,5%, cioè è cresciuto all'incirca con lo stesso ritmo che nel 1964.

Sebbene il disavanzo più ampio accumulato nel bilancio pubblico sia servito in un primo momento a sostenere l'attività economica, più avanti nel 1965 esso è divenuto una crescente minaccia per la stabilità. Nel presentare il bilancio per il 1966, il governo, prevedendo un ulteriore e cospicuo incremento nella spesa pubblica, ha deciso nello scorso dicembre di aumentare diverse imposte indirette, fra cui l'imposta sugli scambi (dal 6 al 7%) e l'imposta sulla benzina. Di conseguenza, il disavanzo generale del bilancio (escluso l'ammortamento di debito pubblico) è stimato per il 1966 a circa fr.belgi 16 miliardi, in confronto di un disavanzo che per il 1965 era stato previsto in circa fr.belgi 4 miliardi e che poi è risultato di quasi fr.belgi 14 miliardi.

Nella primavera del 1966, l'attività economica ha accelerato sensibilmente il suo ritmo. Perciò, verso la fine di aprile, la Banca nazionale ha rinnovato le sue raccomandazioni concernenti la limitazione quantitativa del credito bancario, invitando gli istituti finanziari a contenere nel 1966 l'espansione creditizia entro il 12% della consistenza di fine 1965. Il 2 giugno esse sono state seguite da un rialzo nel saggio di sconto della Banca nazionale

dal 4,75 al 5,25%. Inoltre, all'inizio di maggio, il governo ha annunciato una serie di misure di stabilizzazione, che comprende provvedimenti per rallentare la spesa pubblica e imporre un blocco di tre mesi sui prezzi di merci e servizi. All'interno di questo limite, la priorità dovrà essere conferita agli investimenti produttivi, soprattutto per scopi di razionalizzazione, mentre occorrerà contenere il credito al consumo, all'edilizia e quello destinato all'accumulazione di scorte.

*Austria.* Dopo l'accelerazione registrata nel 1964, il saggio di espansione dell'economia è notevolmente rallentato nel 1965, nonostante l'esistenza di una domanda mantenuta vigorosa da miglioramenti salariali che in media sono ammontati al 10%. I prezzi sono cresciuti e le importazioni sono accelerate, sicchè le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno accumulato un modesto disavanzo. Inoltre, il disavanzo della bilancia dei pagamenti di base è salito in misura ancora maggiore, soprattutto perchè il governo federale ed altre autorità pubbliche, in armonia con le raccomandazioni precedentemente espresse dalla Banca nazionale, hanno ridotto i prestiti a lungo termine ricevuti dall'estero. Nel quadro di questi sviluppi, la politica di bilancio ha svolto una funzione di stabilizzazione. In seguito ai tagli apportati a diversi stanziamenti di spesa, il disavanzo del bilancio che produce effetti all'interno del paese (esclusi cioè l'ammortamento di debito pubblico e le transazioni nette sull'estero) è passato da scellini 1,7 miliardi nel 1964 a scellini 0,5 miliardi nel 1965.

Date queste circostanze, le autorità monetarie non hanno avuto alcuna ragione per ostacolare l'espansione del credito. Da un lato, esse hanno considerato gli aumenti dei prezzi come in parte dovuti a fattori speciali e l'incremento della domanda come non eccessivo, mentre, dall'altro, esse hanno desiderato agevolare lo spostamento da fonti estere a quelle nazionali nel ricorso al credito da parte dell'economia. Perciò, poichè i saggi d'interesse si trovavano in fase ascendente all'estero, la Banca nazionale ha mantenuto invariato il saggio di sconto e nell'aprile 1965 ha invitato le banche a ridurre il loro saggio sulle anticipazioni dello 0,5%, portandolo all'8%. In ottobre, inoltre, la banca centrale ha diminuito il suo saggio sulle anticipazioni contro titoli.

Nonostante il ritmo meno rapido dell'espansione economica, l'effetto è stato che nello scorso anno i prestiti accordati dagli istituti di credito sono notevolmente cresciuti: di scellini 14,8 miliardi, cioè di quasi il 19% contro aumenti del 17% nel 1964 e dell'11,5% nel 1963. I loro depositi, con un'espansione di scellini 12,6 miliardi, hanno subito un incremento di circa il 14%, ossia sono aumentati nella stessa misura dell'anno precedente. Sebbene le autorità monetarie non siano intervenute per intensificare gli effetti di forze di mercato tendenti a ridurre la liquidità bancaria, esse hanno tuttavia consentito che tali forze avessero piena libertà di agire. Perciò, la liquidità globale delle banche, dopo essersi accresciuta di scellini 4,7 miliardi nel 1964, lo scorso anno è aumentata soltanto di scellini 1 miliardo mentre il rapporto fra attività liquide e depositi è sceso dal 39,5 al 35,7%, soprattutto in

seguito ad una flessione di scellini 1,1 miliardi nei loro depositi presso la Banca nazionale. Nello stesso periodo, gli istituti di credito hanno inoltre aumentato il loro indebitamento verso la banca centrale da circa scellini 360 milioni a quasi scellini 1,5 miliardi. Nell'estate 1965, alla scadenza di un accordo in base al quale alcune banche erano state obbligate a detenere attività sull'estero per circa scellini 1,4 miliardi, la Banca nazionale è intervenuta per evitare che il riflusso di fondi compensasse gli effetti del deficit nei conti con l'estero tendenti a ridurre la liquidità. La percentuale delle riserve obbligatorie è stata aumentata di mezzo punto, allo scopo di assorbire scellini 400 milioni, mentre la vendita di carta del mercato monetario, col vincolo per le banche acquirenti di detenerla per la durata di un anno, ha raccolto un ulteriore importo di scellini 1 miliardo.

Benchè le prospettive della domanda siano grosso modo favorevoli, prezzi e salari crescenti continuano a costituire un problema. Dopo le dimissioni del governo in seguito al mancato accordo sul bilancio pubblico per il 1966, è stato adottato un bilancio provvisorio per i primi sei mesi di quest'anno. Sebbene stabilisca che gli stanziamenti per il 1965 devono servire da guida per la spesa, esso tende di fatto a ridurre le spese per investimenti, mediante limitazioni del ricorso al credito. Per l'anno nel suo complesso, il nuovo governo mira a conseguire un bilancio in equilibrio.

*Spagna.* Continuando nel suo rapido sviluppo, l'economia spagnola è stata soggetta, durante il 1965, a crescenti tensioni provenienti sia dal settore pubblico che da quello privato. La forte espansione della domanda, legata in parte ad aggiustamenti salariali, ha determinato un ulteriore, sensibile rialzo dei prezzi e una cospicua intensificazione delle importazioni specialmente di manufatti e prodotti alimentari. I proventi del turismo e le rimesse degli emigranti, pur avendo fatto registrare un nuovo ragguardevole incremento, non sono stati sufficienti a compensare il maggiore disavanzo commerciale e la riduzione dell'afflusso di capitali a lungo termine; di conseguenza, a partire dall'inizio del 1965, le riserve valutarie si sono andate assottigliando. Contemporaneamente il saldo passivo verso l'estero ha condotto sempre più le banche verso una situazione di scarsa liquidità, tanto che alla fine del 1965 e al principio del 1966 si è verificato un certo rallentamento nell'alto saggio di espansione del credito bancario.

Nel 1965 il credito totale (compresi gli acquisti di titoli) concesso dagli istituti bancari al settore privato si è ampliato di oltre pesetas 125 miliardi, ovvero del 24%, dopo un'espansione del 21% nel 1964. Il credito al settore pubblico ha avuto un incremento di pesetas 37 miliardi e cioè di quasi il 19% rispetto al 17% dell'anno precedente. Per contro, come conseguenza del passaggio dei conti con l'estero da un saldo attivo ad uno passivo, l'aumento dei depositi bancari globali ha subito una certa decelerazione, ed infatti è stato del 20% contro quasi il 24% nel 1964. Perciò, avendo accelerato la concessione di credito, le banche hanno dovuto intensificare il ricorso alla Banca di Spagna, presso la quale il loro indebitamento netto è passato, durante l'anno, da pesetas 15,4 a 41,2 miliardi. Per scoraggiare tale prassi

la Banca di Spagna, nel novembre 1965, ha elevato di mezzo punto il saggio sulle anticipazioni contro titoli.

L'evoluzione del settore pubblico, lungi dall'attenuare il "boom", si è svolta essa stessa in senso espansionistico. Il disavanzo di cassa dello stato, che negli anni 1960-63 era ammontato in media a pesetas 1,5 miliardi, è passato a pesetas 18,7 miliardi nel 1964 e a pesetas 33,3 miliardi nel 1965. Piuttosto che agli investimenti effettuati nel quadro del piano quadriennale del governo, tale peggioramento sembrerebbe imputabile alle maggiori spese per consumi, compresi i salari e le prestazioni delle assicurazioni sociali. Per la copertura del fabbisogno finanziario il governo ha ricavato lo scorso anno pesetas 5,7 miliardi dall'espansione della circolazione monetaria e dal ricorso alla banca centrale, nonché pesetas 27,5 miliardi mediante l'emissione di titoli sottoscritti per la maggior parte dagli istituti di credito.

Le emissioni di obbligazioni e azioni sono ammontate a pesetas 97,3 miliardi contro pesetas 63,4 e 53,6 miliardi rispettivamente nel 1964 e nel 1963. Il settore privato, che ha visto ridurre la propria partecipazione al totale delle emissioni dal 74 % del 1963 al 62 % del 1965, si è orientato lo scorso anno in maggior misura verso l'emissione di azioni ordinarie. Gli istituti di credito hanno aumentato il loro portafoglio titoli, tanto pubblici che privati, acquistando oltre il 40 % delle emissioni effettuate nel 1965.

Per reprimere le spinte inflazionistiche il governo ha adottato, verso la fine del 1965, alcuni provvedimenti. In materia di bilancio è stato deciso che le spese sui maggiori capitoli non dovranno superare, nel primo trimestre del 1966, l'importo autorizzato per il corrispondente periodo del 1965, e che nessun contratto per lavori o forniture dovrà essere stipulato se comporterà un onere maggiore di quello che si sarebbe dovuto sopportare dodici mesi prima. Inoltre, il livello medio dei salari non dovrà essere fatto variare, nel corso dell'anno, di più dell'8%. Infine, il credito concesso dalle banche commerciali e dalle casse di risparmio al settore privato non dovrà espandersi, durante lo stesso periodo, ad un saggio superiore al 17%. Nel marzo 1966 la Banca di Spagna ha anche rialzato, in due tempi, di mezzo punto il saggio sulle anticipazioni con garanzia. Anche se è prematuro pronunciarsi sulla loro reale efficacia, queste misure sembrano aver contribuito ad attenuare le pressioni inflazionistiche degli ultimi mesi.

*Danimarca.* La domanda globale, che nel 1964 aveva subito una forte accelerazione sotto la spinta di ingenti spese di investimento, ha continuato a crescere rapidamente fino all'estate del 1965, ma da allora ha dato segni di rallentamento. Di conseguenza, il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, che era sopravvenuto nel 1964 quando il sistema economico aveva raggiunto i limiti della capacità produttiva, è rimasto notevole fino alla metà del 1965, ma in seguito si è ridotto. La situazione del mercato del lavoro e gli adeguamenti delle retribuzioni al costo della vita hanno creato lo scorso anno nuove difficoltà, in quanto l'aumento dei redditi privati di quasi il 15% si è, a sua volta, risolto in una considerevole

spinta al rialzo dei prezzi. Riflettendosi anche sui bilanci del settore pubblico, i crescenti prezzi e salari, cui devono aggiungersi le migliorate prestazioni della sicurezza sociale, hanno fortemente ampliato la spesa pubblica. Nella primavera del 1965 il governo ha inasprito le imposte sulle società, l'imposta generale sugli affari, alcuni tributi indiretti e altri oneri fiscali, ma non ha potuto introdurre, per le remore dell'attività legislativa, la nuova imposta sul valore aggiunto, della quale si era fatto promotore. Inoltre, il governo ha deciso di rallentare l'esecuzione del proprio programma edilizio e così pure quelli delle autorità locali. In complesso, tuttavia, l'avanzo di cassa statale si è ridotto, nel corso dell'anno, a meno di cor.dan. 0,6 miliardi; alla fine del precedente anno finanziario, chiusosi al marzo 1965, esso era stato di cor.dan. 1,1 miliardi.

Di fronte a questa situazione, la politica monetaria ha subito nel 1965 un ulteriore inasprimento. Già nel giugno il saggio di sconto della Banca nazionale era stato elevato dal 5,5 al 6,5% e nell'agosto era stato introdotto un saggio di penalizzazione del 6% al disopra del saggio, per i crediti richiesti alla banca centrale oltre certi limiti. In ottobre è stato limitato l'indebitamento a lungo termine sull'estero degli enti pubblici. Successivamente però, poiché l'espansione creditizia non ha dato segni di flessione in quanto è stata in parte alimentata dalle passività estere delle banche, la Banca nazionale ha ritenuto necessario, nel febbraio e marzo 1965, concludere accordi con gli istituti bancari per il contenimento volontario dei prestiti. In base a tali accordi le banche si sono impegnate a depositare presso l'Istituto di emissione o all'estero il 20% dell'incremento dei loro depositi e l'intero equivalente dell'aumento delle loro passività estere.

L'efficacia di queste misure può essere chiaramente desunta dall'andamento degli impieghi delle banche in relazione ai depositi ricevuti. L'espansione del totale dei capitali affidati alle banche commerciali e alle maggiori casse di risparmio è diminuita soltanto leggermente, dall'11% nel 1964 al 10% nel 1965: questo fenomeno ha rispecchiato, fra l'altro, la minore sterilizzazione di fondi presso la Banca nazionale tramite l'avanzo di cassa del bilancio pubblico. D'altra parte, però, il totale dei prestiti concessi dalle banche è salito soltanto del 9% contro il 15% nel 1964, mentre per gli investimenti in titoli non si può neppure parlare di aumento. Le misure adottate all'inizio del 1965 hanno quindi indotto le banche a limitare le operazioni di credito e a migliorare la loro posizione di liquidità, spingendole in particolare a ridurre, nel corso dell'anno, le passività nette verso l'estero da cor.dan. 730 a 135 milioni. Tale ridimensionamento, che ha fatto seguito all'espansione di cor.dan. 350 milioni registrato nel 1964, è stato agevolato in parte dal più ampio indebitamento delle banche presso l'Istituto di emissione e dagli acquisti di titoli a più lungo termine che quest'ultimo ha effettuato sul mercato aperto.

Sul mercato dei capitali i saggi d'interesse, sollecitati dalla forte domanda di fondi ipotecari, hanno raggiunto, nella primavera del 1965, punte variabili tra circa il 9 e ben oltre il 10%. Per attenuare le pressioni sul mercato, la Banca nazionale concluse nel giugno un accordo con gli istituti

ipotecari, in base al quale questi avrebbero dovuto contenere l'espansione dei differenti tipi di mutuo entro un'aliquota prestabilita (per esempio il 110% per il credito edilizio) dell'aumento verificatosi nell'anno terminato al marzo 1965. A causa degli impegni di finanziamento assunti in precedenza, detti istituti non hanno immediatamente ridotto le nuove emissioni e la Banca nazionale ha dovuto quindi, per tutto l'anno, alleviare la tensione del mercato con ingenti acquisti di titoli. Complessivamente, nel 1965 le nuove emissioni di obbligazioni e azioni sono ammontate a cor.dan. 5,1 miliardi contro cor.dan. 3,7 nel 1964; gli acquisti della Banca nazionale hanno raggiunto quasi cor.dan. 1,4 miliardi, mentre nello scorso anno erano stati pari a cor.dan. 0,4 miliardi.

Dopo la metà del 1965, la pressione della domanda si è alquanto attenuata, ma i prezzi e i salari hanno continuato il loro movimento ascendente. Per contribuire alla stabilità interna, e anche per alleggerire il compito della politica monetaria, il governo ha cercato di consolidare la situazione del bilancio pubblico. Nel febbraio 1966 sono state elevate le imposte sulle bevande alcoliche e sul tabacco e ciò contribuirà a portare l'avanzo di cassa, per l'esercizio finanziario 1966-67, a circa cor.dan. 800 milioni. All'inizio del 1966, inoltre, il mercato obbligazionario è alquanto migliorato, grazie al più esteso funzionamento dell'accordo di giugno; da aprile è stato permesso agli istituti ipotecari di condurre le operazioni con limiti massimi di credito leggermente superiori.

*Norvegia.* Per il persistere di un'elevata domanda, dovuta specialmente alle necessità di investimento e alle spese del settore pubblico, nel 1965 la capacità produttiva ha continuato ad essere pienamente utilizzata. Tuttavia, la pressione sui prezzi si è alquanto indebolita e, trascurando le maggiori importazioni di navi, anche il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti è risultato relativamente inferiore.

Poichè nel 1965 la politica economica, oltre che a stimolare l'edilizia, è stata orientata a sviluppare su di un piano di priorità i servizi pubblici, il governo ha iscritto in bilancio una spesa che supera del 16% quella del 1964. Sebbene le imposte indirette siano state aggravate nel dicembre 1964, l'avanzo di bilancio del 1965 (al netto delle operazioni concernenti prestiti) è stato il più esiguo fra quelli di molti anni. Per dare maggiore libertà di movimento a questa politica economica, l'edilizia non residenziale è stata assoggettata a maggiori limitazioni e le restrizioni monetarie sono state rese più rigorose, introducendo nuove disposizioni sull'indebitamento presso la banca centrale e fissando il limite massimo dell'espansione del credito bancario ad un livello inferiore rispetto all'effettivo saggio di sviluppo del 1964. In pratica, il ritmo di espansione dei prestiti e delle anticipazioni concessi dal sistema bancario, pur essendo diminuito tra il 1964 e il 1965 dall'8,1 al 6,6%, ha purtuttavia lievemente superato il limite del 5,5-6% fissato per lo scorso anno. Il disavanzo globale di cassa del governo e l'aumento delle riserve valutarie ufficiali, reso possibile dall'afflusso di capitali, hanno dilatato notevolmente i mezzi di pagamento e la posizione di liquidità delle banche.



Per il 1966 il bilancio tiene maggiormente conto delle condizioni economiche. Anche se la spesa crescerà del 6,5%, è stato previsto un incremento dell'avanzo di bilancio, sempre al netto delle operazioni concernenti prestiti. Il fabbisogno finanziario del governo si ridurrà però soltanto di circa cor.norv. 50 milioni, scendendo approssimativamente a cor.norv. 1,3 miliardi. Di questo importo, circa cor.norv. 800 milioni saranno coperti con prestiti del governo sul mercato interno, mentre le emissioni di obbligazioni diverse da quelle statali saranno limitate a cor.norv. 1 miliardo. Per quanto riguarda la politica monetaria, i provvedimenti legislativi adottati nel giugno 1965 hanno messo a disposizione delle autorità nuovi strumenti. Il precedente sistema, che consisteva in un insieme di criteri direttivi nella concessione di crediti ai quali le banche avevano accettato di uniformarsi, è stato sostituito quest'anno da misure che attribuiscono alla banca centrale il potere di formulare raccomandazioni, sulla cui base il governo può emanare decreti. Le disposizioni adottate per il 1966 contengono la raccomandazione che i crediti bancari al settore privato non si debbano espandere di più del 6-7%; alle banche è stato inoltre richiesto di ridurre l'indebitamento verso l'estero. Con decreto entrato in vigore nel gennaio 1966, sono state imposte agli istituti di credito riserve obbligatorie, nella misura del 5% per le banche commerciali e del 10 o 13% per le casse di risparmio, a seconda della loro dimensione. Inoltre è stato raggiunto un accordo con gli investitori istituzionali per disciplinare i loro acquisti di obbligazioni statali o altre. Da ultimo, le autorità monetarie hanno dichiarato che il livello attuale dei saggi d'interesse — che vanno dal 5% per prestiti con garanzia ipotecaria di primo grado al 6% per crediti in contanti delle banche — dovrà essere mantenuto e che non verranno autorizzate emissioni obbligazionarie con saggi d'interesse diversi da quelli indicati.

*Svezia.* Nel 1965 è comparso un cospicuo disavanzo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti a causa della domanda interna che si è ampliata progressivamente, pur essendosi ristretti i margini della capacità produttiva, nonché a causa delle esportazioni che sono cresciute con un ritmo molto più lento. Inoltre, mentre dall'inizio del 1963 il rafforzamento della domanda era stato provocato dalle esportazioni, dalla spesa pubblica e dall'edilizia, nel 1965 le spese per impianti e attrezzature hanno ripreso a salire, dopo parecchi anni di relativo ristagno. In queste circostanze, gli strumenti della politica fiscale e di quella monetaria sono stati congiuntamente impiegati per limitare la domanda e favorire lo spostamento degli investimenti verso spese produttive nel settore industriale.

Nel settore pubblico la politica economica è diventata più rigida tanto al livello del governo che a quello delle autorità locali. Il bilancio di cassa del governo, dopo essere andato in deficit nel 1964, è stato riportato in attivo verso la metà del 1965. A tale risultato hanno contribuito largamente lo scaglionamento operato dal governo negli investimenti e l'aumento, da poco più del 6 al 10%, dell'imposta generale sulle vendite (in parte però compensato dalla riduzione nelle imposte sul reddito). In aggiunta, l'accesso al mercato delle nuove emissioni è stato assoggettato a limitazioni per le

autorità locali, che sono state inoltre invitate ad elevare le aliquote delle proprie imposte nei casi in cui il rapporto fra le entrate e le uscite sia al disotto della media. Nonostante queste misure, nel 1965 le spese per consumi del settore pubblico e gli investimenti lordi (esclusa l'edilizia) delle autorità locali sono aumentati entrambi, in termini monetari, del 14,5%, mentre il prodotto nazionale lordo in termini reali è cresciuto del 3,5%.

Durante il 1965 la liquidità del sistema bancario è stata sottoposta ad una notevole pressione. Il saldo passivo della bilancia dei pagamenti di base, pari a circa cor.sv. 1 miliardo, è stato largamente compensato dall'afflusso di capitali a breve, in connessione con la penuria interna di credito. Il drenaggio di liquidità provocato dai conti con l'estero, per complessive cor.sv. 167 milioni, ha rappresentato comunque un grosso mutamento rispetto al 1964, quando l'afflusso di valuta estera aveva fatto aumentare la liquidità di cor.sv. 838 milioni. Anche l'avanzo del bilancio pubblico ha agito in senso restrittivo sulla liquidità bancaria per cor.sv. 245 milioni; nel 1964, al contrario, si era avuto, indotto dal deficit di bilancio, un incremento di liquidità per oltre cor.sv. 260 milioni. Come altra conseguenza di siffatto cambiamento, la stretta monetaria imposta dal governo si è anche allentata grazie alla riduzione dell'indebitamento fuori del sistema bancario, che è sceso da cor.sv. 654 milioni nel 1964 a cor.sv. 183 milioni nel 1965. Per questa ed altre ragioni, la liquidità delle banche è diminuita, nel corso dell'anno, di cor.sv. 478 milioni, dopo essere aumentata di cor.sv. 651 milioni nel 1964. Conseguentemente, le banche commerciali hanno accusato una riduzione di cor.sv. 756 milioni nel loro portafoglio di buoni del Tesoro — i quali sono stati assorbiti in prevalenza dalla Riksbank — e un forte aumento nell'indebitamento diretto verso la banca centrale. Nell'aprile 1965, per la quarta volta durante l'attuale fase di espansione, il saggio di sconto della Riksbank è stato elevato di mezzo punto fino al 5,5% e nello stesso tempo il saggio di penalizzazione per crediti oltre certi limiti è stato portato dal 10 all'11%.

La progressiva contrazione della liquidità si è risolta in una pronunciata decelerazione del credito complessivo erogato dalle banche commerciali, il quale nel 1965 è aumentato di cor.sv. 2,2 miliardi contro cor.sv. 2,9 miliardi nel 1964. Comunque, riducendo i loro crediti liquidi, soprattutto quelli verso il governo, le banche hanno potuto soddisfare la forte domanda di credito del mercato, allargando i prestiti al settore privato (esclusa l'edilizia) di cor.sv. 1,8 miliardi, superando così di oltre il 25% il livello del 1964. Per contro, il ritmo di sviluppo del credito al settore edilizio si è contratto del 4%, ragguagliandosi a cor.sv. 1,2 miliardi. Indirettamente, questa flessione si è verificata perchè le autorità hanno limitato, lo scorso anno, nei confronti degli istituti ipotecari, le autorizzazioni ad emettere nuovi titoli, rendendo in tal modo le banche poco propense ad accrescere il loro già cospicuo volume di prestiti all'edilizia, che altrimenti avrebbero potuto essere in parte consolidati.

Nel 1965 il credito complessivamente erogato attraverso i mercati finanziari organizzati (compreso quello delle banche commerciali) è aumentato di

cor.sv. 10,3 miliardi; nel 1964 e nel 1963 lo stesso incremento era stato rispettivamente di cor.sv. 9,2 e 8,5 miliardi. L'aliquota dei crediti affluiti attraverso il mercato dei capitali (compresi i prestiti degli investitori istituzionali) è stata, nel 1965, pari a circa l'80%, cioè non difforme da quella dell'anno precedente. Essendo le emissioni obbligazionarie e azionarie soggette a controllo, gli investitori istituzionali hanno scelto la strada dei prestiti diretti, i quali hanno raggiunto l'importo di cor.sv. 3,9 miliardi e superato del 43% quelli del 1964. La politica diretta a favorire gli investimenti produttivi si intravede nella distribuzione dei prestiti fra i vari settori. L'espansione del credito al settore pubblico e all'edilizia ha subito un rallentamento scendendo da cor.sv. 6,1 miliardi nel 1964 a cor.sv. 5,8 miliardi nel 1965, mentre l'incremento del credito ai settori delle imprese e personale è passato da cor.sv. 3,1 a 4,4 miliardi.

Nell'anno corrente, fino al momento attuale, gli investimenti delle autorità locali e l'edilizia residenziale hanno mostrato ulteriori segni di flessione, ma il sistema economico continua ad essere caratterizzato da un'elevata pressione della domanda. Questa situazione è stata aggravata, nel gennaio, dalla riduzione delle imposte sul reddito, proposta nel bilancio 1965-66. Lo sgravio - dal quale ci si attendeva una certa compensazione, dopo un intervallo di tempo, dell'aumento delle imposte generali sulle vendite applicato nel luglio precedente - sarà dell'ordine di cor.sv. 1,2 miliardi per l'intero 1966. La successiva evoluzione ha costretto tuttavia il governo ad elevare, all'inizio del 1966, le imposte di consumo sugli autoveicoli e sulla benzina e a prevedere, nel bilancio del 1966-67, nuovi inasprimenti delle imposte indirette. Ciò nonostante, poichè si calcola che la spesa pubblica aumenterà di circa il 5,5%, si prevede che il nuovo bilancio presenterà un disavanzo di cor.sv. 209 milioni. Un altro impedimento verso il conseguimento dell'equilibrio è costituito dalle contrattazioni salariali, che prevedono miglioramenti di circa l'8,5% nel 1966 e di altrettanto in ciascuno dei due anni successivi. Nella primavera del 1966, per agevolare la conversione dei crediti all'edilizia, la Riksbank ha autorizzato l'emissione di obbligazioni ipotecarie per cor.sv. 500 milioni, ma contemporaneamente ha concluso un accordo con le banche commerciali inteso a limitare la concessione di nuovi crediti. Inoltre il governo ha ridimensionato alcuni dei suoi programmi per l'edilizia ed ha assoggettato tutte le costruzioni non essenziali ad una speciale procedura di autorizzazione.

*Finlandia.* Nella prima parte del 1965, l'andamento economico del paese è stato fortemente influenzato dai fenomeni inflazionistici, indotti dalla domanda e dai costi, che nel 1964 avevano provocato un aumento del 10% nei prezzi e di quasi il 25% nelle importazioni, nonché un sensibile deterioramento nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Dopo la fine dell'anno, la domanda globale è rimasta elevata, mentre si sono ridotti gli afflussi di capitali, con il risultato che il disavanzo esterno si è ulteriormente ampliato e le riserve valutarie ufficiali hanno sofferto ingenti perdite.

Poichè le entrate pubbliche sono in ritardo sulla spesa, si è avuto un altro disavanzo e l'indebitamento dello stato ha assunto nuovamente propor-

zioni rilevanti. Tuttavia, con lo specifico scopo di contenere con mezzi selettivi le importazioni di autoveicoli, nel gennaio è stata aumentata l'imposta di consumo sui combustibili liquidi e in giugno l'imposta sulle vendite di autoveicoli è stata ritoccata in modo da far salire il loro prezzo sul mercato nella misura del 5-15%. Inoltre le condizioni per le rateazioni nel mercato degli autoveicoli - già aggravate nel novembre 1964 - e in quello di altri beni durevoli sono state ulteriormente inasprite nel mese di aprile. In maggio le autorità monetarie hanno sospeso le limitazioni in materia di sconto presso la banca centrale, invitando però nel contempo le banche a non aumentare, nel periodo gennaio-ottobre 1965, le anticipazioni di più del 9% rispetto alla loro consistenza alla fine del 1964. Nel settembre 1965, alle banche è stato poi chiesto di limitare il credito in modo che i prestiti in essere nell'aprile 1966 non superino il 113% dell'importo relativo al periodo assunto come base. In aggiunta, pur lasciando immutato al 7% il saggio ufficiale di sconto, è stato applicato, dal novembre, un saggio ridotto, del 6%, in favore delle aziende che hanno rispettato i limiti di credito. Infine, è stato consentito alle banche di manovrare i saggi d'interesse in senso discriminatorio per scoraggiare il credito all'importazione e al consumo.

L'espansione del credito bancario, che nel 1964 era stata del 13,5%, nel 1965 si è ridotta all'11,5%. Le banche si sono mantenute comodamente entro i limiti fissati; tuttavia questo risultato deve essere attribuito in parte alla forte contrazione della liquidità bancaria che si è verificata lo scorso anno soprattutto a causa della perdita di MF 200 milioni (circa il 20%) subita dalle riserve valutarie ufficiali. Di conseguenza, le banche si sono rivolte in misura crescente all'istituto di emissione, il cui credito è aumentato di MF 238 milioni, raggiungendo alla fine dell'anno l'importo di MF 620 milioni.

Dopo la metà del 1965 la domanda interna è rallentata e i prezzi hanno presentato una maggiore stabilità. Tuttavia, non si sono avvertiti decisi segni di ripresa nei rapporti con l'estero, anche se per il momento è stato posto un freno alla perdita di riserve. In novembre l'importo di valute consentito per viaggi all'estero è stato ridotto e nel gennaio 1966 sono state imposte limitazioni alle importazioni di automobili. Nell'aprile 1966 si è avuto un nuovo inasprimento della politica monetaria con la richiesta delle autorità alle banche di far sì che il livello dei loro crediti, alla fine di ottobre, non superi il 115% del livello di fine 1964. Il bilancio preventivo per il 1966, comunque, presenta sempre un cospicuo disavanzo, mentre i salari, a prescindere dagli eventuali scatti collegati a indici, aumenteranno nella misura di circa il 5,5% nel 1966 e con aliquote ancora più elevate nel 1967 e 1968.

*Giappone.* Tra la fine del 1964 e la metà del 1965 la posizione nei pagamenti con l'estero ha dato segni di consolidamento, mentre l'economia nazionale ha dimostrato di avviarsi verso una profonda recessione; le autorità giapponesi hanno pertanto rimosso progressivamente le restrizioni monetarie che erano state imposte un anno prima. Il saggio di sconto della Banca del Giappone è stato abbassato in gennaio, aprile e giugno, ogni volta dello

0,365 %, portandolo così al 5,48 %. Inoltre le riserve obbligatorie delle banche sono state ridotte nel dicembre 1964 e di nuovo nel luglio 1965, mentre il limite massimo di espansione consentito al credito bancario è stato reso più ampio all'inizio del 1965 e poi abolito completamente verso la metà dell'anno.

La politica monetaria improntata ad una maggiore larghezza non è stata immediatamente seguita da una ripresa dell'attività economica. La principale ragione deve ricercarsi nell'andamento degli investimenti in impianti e macchinari, i quali, nei dodici mesi che vanno fino al marzo 1966, sono stati del 7 % al disotto del livello del precedente periodo. In alcune industrie la flessione appare sia stata la conseguenza praticamente inevitabile dell'alto saggio di investimenti mantenuto per molti anni, per cui si è giunti ad una situazione di capacità produttiva in eccesso. Peraltro, al pari di alcuni paesi dell'Europa occidentale, il Giappone si è trovato sempre più di frequente a dover fronteggiare problemi di scarsità di mano d'opera qualificata e di costi crescenti, e ciò ha influito negativamente sul rendimento degli investimenti.

In ogni caso, la tendenza della domanda a rimanere stazionaria, messa chiaramente in luce dalla involontaria accumulazione di scorte di prodotti finiti e dal fallimento di un certo numero di imprese, ha indotto le autorità a conferire una maggiore flessibilità agli strumenti della politica fiscale. Nel primo semestre comunque la situazione fiscale non ha che aggravato le debolezze della domanda. In precedenza, infatti, per cercare di conformarsi al principio in base al quale il bilancio deve essere mantenuto in pareggio quando le entrate stanno perdendo vigore, le autorità avevano adottato, specialmente nel periodo aprile-settembre 1965, alcune misure dirette a procrastinare gli esborsi di bilancio. Durante l'estate il governo si è però reso conto che l'economia aveva bisogno dello stimolo proveniente da una più forte spesa pubblica, la quale doveva essere finanziata, nella misura richiesta dalle necessità, mediante l'emissione di obbligazioni governative. Per l'anno fiscale fino al marzo 1966 sono state progettate emissioni obbligazionarie per l'importo di yen 200 miliardi (pari a \$0,6 miliardi); in questo ambito un primo prestito per yen 70 miliardi è stato lanciato nel gennaio 1966. Al pubblico è stato riservato il 10 % dei titoli, mentre il rimanente è stato sottoscritto dalle banche e dagli investitori istituzionali. Nello stesso mese il governo ha presentato il bilancio per l'esercizio 1966-67, il quale mira ulteriormente a stimolare l'economia. Il bilancio generale prevede un aumento del 18 % e il Tesoro si propone di emettere nel corso dell'esercizio obbligazioni governative per l'importo di yen 730 miliardi, che dovranno essere usati esclusivamente per il finanziamento di opere pubbliche.

Nel 1965 il credito delle banche è aumentato del 14,2 % contro il 15,6 % del 1964 e il 26,7 % del 1963. L'espansione dei depositi bancari ha avuto invece un andamento accelerato passando dal 14,3 % del 1964 al 17,4 % del 1965. La richiesta di credito è rimasta debole per tutto l'anno, mentre l'incremento relativamente più rapido dei depositi è imputabile soprattutto alla forte domanda di liquidità del settore privato. Di conseguenza la posizione liquida

delle banche è migliorata nel corso dell'anno e la Banca del Giappone mediante vendite di titoli ne ha assorbita la parte eccedentaria, pur avendo aumentato i prestiti verso la fine dell'anno. Per quanto riguarda il comportamento del pubblico, si è verificata una sensibile ascesa nei depositi bancari e una contrazione negli averi in azioni. Le emissioni nette di titoli (escluse le azioni) sono progredite in misura ragguardevole; questi sono stati acquistati in larga parte dalle banche e dagli investitori istituzionali. Le emissioni azionarie sono diminuite nettamente, da yen 860 miliardi nel 1964 a circa yen 277 miliardi nel 1965. Tuttavia le quotazioni delle azioni hanno avuto un buon incremento alla fine del 1965 e all'inizio del 1966; in tal modo le autorità monetarie hanno potuto disporre la vendita di alcuni quantitativi delle azioni acquistate in precedenza per sostenere il mercato.

## II. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Nel 1965, l'espansione del commercio internazionale ha registrato un certo rallentamento, rispetto all'andamento di costante e rapido progresso degli anni recenti. La principale causa del minore saggio di espansione deve essere ricercata nello spostamento del centro di propulsione dello sviluppo del mondo industrializzato dall'Europa occidentale al Nord America: in questa area geografica il rapporto fra importazioni e prodotto nazionale è molto più basso. Le esportazioni mondiali, in valori correnti, sono aumentate dell'8% contro il 13% dell'anno scorso. A causa del prolungato sciopero dei lavoratori portuali degli Stati Uniti, nel primo trimestre del 1965 le esportazioni sono state superiori soltanto del 5% a quelle del corrispondente trimestre del 1964. Nei restanti trimestri l'incremento è stato tuttavia in media del 10% anche se verso la fine dell'anno il ritmo è leggermente calato.

### Commercio mondiale.

Aree	Esportazioni			Importazioni			Variazioni nel volume di	
	1963	1964	1965	1963	1964	1965	espor- tazioni	impor- tazioni
	miliardi di dollari S.U.						1964-65 percentuali	
<b>Aree sviluppate</b>								
<b>Europa occidentale</b>								
Paesi CEE . . . . .	37,5	42,6	47,9	40,4	44,9	49,0	+ 11,8	+ 7,2
Paesi EFTA . . . . .	22,2	24,4	26,6	26,4	30,7	32,2	+ 5,6	+ 4,3
Altri paesi . . . . .	4,0	4,6	5,0	6,7	7,6	8,8	+ 7,0 <sup>1</sup>	+ 14,5 <sup>1</sup>
<b>Totale . . . . .</b>	<b>63,7</b>	<b>71,6</b>	<b>79,5</b>	<b>73,5</b>	<b>83,2</b>	<b>90,0</b>	<b>+ 9,8</b>	<b>+ 6,6</b>
<b>Stati Uniti</b>								
Stati Uniti . . . . .	23,4	26,6	27,4	18,6	20,3	23,2	+ 0,7	+ 13,4
Canada . . . . .	6,8	8,1	8,5	6,6	7,6	8,7	+ 3,2	+ 13,6
Giappone . . . . .	5,5	6,7	8,5	6,7	7,9	8,2	+ 24,8	+ 7,1
Altre aree <sup>2</sup> . . . . .	5,1	5,6	5,5	5,6	6,6	7,5	+ 8,6	+ 15,3
<b>Totale . . . . .</b>	<b>104,5</b>	<b>118,6</b>	<b>129,4</b>	<b>111,0</b>	<b>125,6</b>	<b>137,6</b>	<b>+ 8,1</b>	<b>+ 8,2</b>
<b>Aree in via di sviluppo</b>								
America latina . . . . .	9,2	9,9	10,4	7,8	8,6	8,7	+ 6,4 <sup>1</sup>	+ 3,8 <sup>1</sup>
Altre aree . . . . .	21,1	23,3	24,8	23,8	25,8	27,0	+ 5,4 <sup>1</sup>	+ 6,3 <sup>1</sup>
<b>Totale . . . . .</b>	<b>30,3</b>	<b>33,2</b>	<b>35,2</b>	<b>31,6</b>	<b>34,4</b>	<b>35,7</b>	<b>+ 5,7</b>	<b>+ 5,6</b>
<b>Totale complessivo<sup>3</sup> . . . . .</b>	<b>134,8</b>	<b>151,8</b>	<b>164,6</b>	<b>142,6</b>	<b>160,0</b>	<b>173,3</b>	<b>+ 7,1</b>	<b>+ 7,6</b>

<sup>1</sup> Stime. <sup>2</sup> Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa. <sup>3</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 loro associati nel commercio nel mondo occidentale.

Nel 1965 l'aumento del valore del commercio internazionale è derivato quasi interamente dall'espansione nel volume. Per il mondo nel suo insieme, le esportazioni sono cresciute, in volume, del 7%, quelle dei paesi sviluppati dell'8% e quelle dei paesi in via di sviluppo di poco meno del 6%. Anche

per quanto riguarda le importazioni l'espansione è stata più rapida nei paesi sviluppati che nel resto del mondo.

Negli ultimi tre anni le ragioni di scambio sono rimaste inalterate nelle aree sviluppate e in quelle in via di sviluppo poichè il valore unitario tanto delle importazioni che delle esportazioni è cresciuto di circa l'1% all'anno. Questa stabilità generale copre però movimenti ampiamente divergenti: infatti nel 1965, i prezzi dei prodotti di base sono diminuiti del 5%. Il fenomeno rispecchia soprattutto la riduzione del 13% dei prezzi dei generi alimentari, fra i quali quelli del cacao e dello zucchero hanno subito una flessione particolarmente accentuata. Per contro, i prezzi dei metalli non ferrosi, primo fra tutti lo stagno, dopo essere aumentati del 27% nel 1964, sono ancora saliti lo scorso anno del 20%. I singoli paesi in via di sviluppo hanno risentito di tali variazioni dei prezzi, in una misura più o meno sensibile, a seconda della composizione delle loro esportazioni. Per quanto riguarda i paesi sviluppati, nel 1965 le ragioni di scambio sono migliorate del 2% per gli Stati Uniti, il Canada e i paesi dell'EFTA, poichè i prezzi delle loro esportazioni hanno avuto un incremento superiore a quello dei prezzi delle loro importazioni. Le ragioni di scambio dei paesi della CEE invece non hanno subito variazioni, mentre quelle del Giappone si sono leggermente deteriorate e quelle dell'Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa, considerate complessivamente, sono peggiorate dell'8% a causa del forte ribasso del prezzo della lana, e, per quanto riguarda il Sud Africa, anche a causa dei bassi prezzi di esportazioni dei generi alimentari e del bestiame.

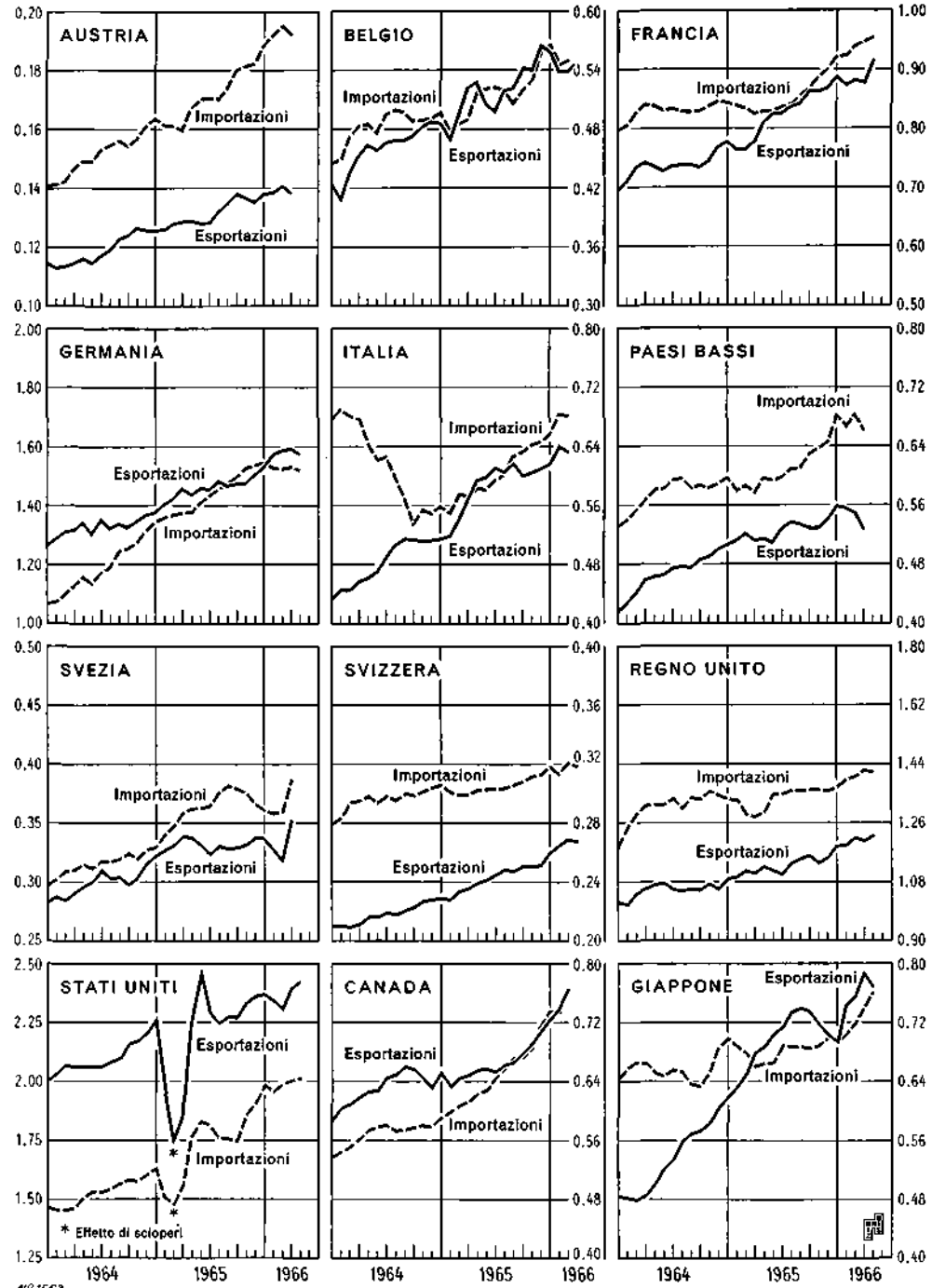
In termini di valore, nel 1965 le esportazioni sono cresciute nei paesi della CEE, dell'EFTA e in Giappone, con un ritmo più veloce delle importazioni, mentre negli Stati Uniti e in Canada si è verificato il fenomeno opposto che ha dato luogo ad un sensibile peggioramento del saldo commerciale. Le esportazioni del gruppo di paesi comprendente Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa sono diminuite durante lo scorso anno, mentre le importazioni sono notevolmente cresciute. Per i paesi in via di sviluppo nel loro insieme il saldo commerciale è variato in senso positivo.

Gli scambi fra i paesi della CEE sono aumentati del 13% contro il 15% nel 1964. Le esportazioni dell'Unione economica Belgio-Lussemburgo, della Francia e dei Paesi Bassi verso gli altri paesi membri della Comunità sono cresciute più rapidamente delle importazioni, mentre per l'Italia le importazioni dagli altri paesi della CEE sono diminuite del 3% e le esportazioni hanno subito un incremento del 28%. In tal modo, per la prima volta dal 1958, l'Italia ha realizzato un'eccedenza attiva, pari a \$600 milioni, negli scambi all'interno della Comunità. Per contro in Germania il commercio con gli altri paesi della CEE ha registrato un disavanzo di \$355 milioni imputabile ad un aumento del 31% delle importazioni (gli acquisti in Italia sono saliti del 47%), cui ha corrisposto un incremento delle esportazioni soltanto del 7% che costituisce il più basso saggio di accrescimento annuale verificatosi dal 1958. Le esportazioni della CEE verso paesi terzi hanno mantenuto il ritmo di incremento del 12%, e in particolare quelle dell'Italia e dell'Unione economica Belgio-Lussemburgo hanno registrato il progresso più



### Commercio estero.

Medie mobili non centrate di dati mensili rettificati per variazioni stagionali, in miliardi di dollari S.U.



rapido. In misura minore rispetto al 1964 si sono invece ampliate le importazioni (6%), la maggior parte delle quali sono state assorbite dalla Germania. In complesso, il disavanzo commerciale della CEE verso paesi terzi si è ridotto da \$2,7 a 1,5 miliardi.

Nei paesi dell'EFTA l'incremento delle importazioni è sceso dal 16% nel 1964 al 5% nel 1965, mentre le esportazioni hanno continuato a svilupparsi di circa il 10%. Due distinte tendenze possono essere individuate: nel Regno Unito, paese che partecipa alla metà agli scambi, e in Svizzera dove le importazioni si erano molto intensificate nel 1964, il saggio di aumento degli acquisti si è considerevolmente contratto durante lo scorso anno in seguito all'adozione di particolari misure di politica economica. Poichè nello stesso tempo le esportazioni sono aumentate con maggiore rapidità, il disavanzo commerciale si è ridotto di \$755 milioni nel Regno Unito (sulla base della bilancia dei pagamenti) e di \$235 milioni in Svizzera. Per contro, negli altri cinque paesi il disavanzo commerciale si è aggravato nel corso del 1965.

Nei mesi recenti si sono verificate variazioni significative nel commercio internazionale dei principali paesi industriali. In Francia le esportazioni sono ancora cresciute rapidamente e il disavanzo commerciale, che si era andato ampliando a partire dallo scorso autunno, si è ridotto nonostante l'ulteriore aumento delle importazioni. In Germania le esportazioni hanno fatto registrare un nuovo balzo in avanti, mentre le importazioni hanno mostrato la tendenza a mantenersi sui livelli precedenti. In Austria, Italia, Paesi Bassi e Svizzera sia le importazioni che le esportazioni hanno recentemente dato segni di flessione, mentre in Svezia si è verificata una notevole ripresa. Gli acquisti all'estero del Regno Unito, rimasti stabili per quasi tutto il 1965, hanno cominciato ad espandersi nuovamente.

Nel corso del 1965 le importazioni del Canada hanno avuto un notevole sviluppo, ma poichè le esportazioni hanno acquistato maggiore velocità nel secondo semestre dell'anno, la bilancia è risultata praticamente in equilibrio. Per gran parte del 1965 il commercio degli Stati Uniti ha registrato ampie oscillazioni: verso la fine dell'anno le importazioni sono notevolmente aumentate, riducendo il saldo attivo della bilancia commerciale, il quale poi ha continuato a decrescere nei primi mesi del 1966 in seguito alla flessione delle esportazioni. In marzo queste hanno peraltro avuto una ripresa. In Giappone l'andamento ascendente delle esportazioni si è capovolto in autunno, ma nel 1966 vi è stata una nuova espansione e così, malgrado che le importazioni siano cresciute, la bilancia commerciale è rimasta in attivo.

L'andamento generale dei pagamenti mondiali può essere rilevato nella tabella che riporta la bilancia dei pagamenti del mondo per gli ultimi tre anni. Nel 1965 il saldo attivo delle partite correnti degli Stati Uniti è diminuito di \$1,5 miliardi: il simmetrico miglioramento avvenuto in altri paesi ha riguardato per un terzo l'Europa occidentale e per il rimanente il resto del mondo. Il deflusso di capitali dagli Stati Uniti è diminuito di \$1,6 miliardi esclusivamente a scapito dell'Europa occidentale. Mentre le partite

**Bilancia dei pagamenti mondiale.<sup>1</sup>**

1963	Saldo di		
	Stati Uniti	Europa occidentale	Resto del mondo
miliardi di dollari S.U.			
Partite correnti rispetto a Stati Uniti . . . . .	—	— 1,2	— 2,0
Europa occidentale . . . . .	+ 1,2	—	— 0,3
resto del mondo . . . . .	+ 2,0	+ 0,3	—
Totale partite correnti <sup>2</sup> . . . . .	+ 3,2	— 0,9	— 2,3
Conto capitali, errori e omissioni . . . . .	— 5,3	+ 2,6	+ 3,1
Saldo complessivo, corrispondente a variazioni nelle riserve monetarie ufficiali e nella posizione netta F.M.I. . . . .	— 2,1	+ 1,7	+ 0,8
Vendite di oro ad uso monetario . . . . .	—	—	+ 0,8
<b>1964</b>			
Partite correnti rispetto a Stati Uniti . . . . .	—	— 1,9	— 3,9
Europa occidentale . . . . .	+ 1,9	—	0
resto del mondo . . . . .	+ 3,9	0	—
Totale partite correnti <sup>2</sup> . . . . .	+ 5,8	— 1,9	— 3,9
Conto capitali, errori e omissioni . . . . .	— 7,0	+ 3,5	+ 3,6
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 ad uso monetario . . . . .	—	—	+ 0,8
<b>1965</b>			
Partite correnti rispetto a Stati Uniti . . . . .	—	— 1,1	— 3,2
Europa occidentale . . . . .	+ 1,1	—	+ 0,3
resto del mondo . . . . .	+ 3,2	— 0,3	—
Totale partite correnti <sup>2</sup> . . . . .	+ 4,3	— 1,4	— 2,9
Conto capitali, errori e omissioni . . . . .	— 5,4	+ 1,9	+ 3,5
Saldo complessivo, corrispondente a variazioni nelle riserve monetarie ufficiali e nella posizione netta F.M.I. e A.G.P. . . . .	— 1,1	+ 0,5	+ 0,6
Vendite di oro ad uso monetario . . . . .	—	—	+ 0,2

<sup>1</sup> I saldi complessivi per le diverse aree corrispondono alle variazioni nelle riserve monetarie ufficiali e nelle posizioni nette F.M.I. e A.G.P. dei paesi. Sui saldi hanno influito le differenze nella presentazione statistica e i movimenti di riserve 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 autorità estere e degli averi in obbligazioni e altri titoli del governo S.U. non negoziabili detenuti da tali autorità. 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 dell'oro destinato alle riserve per l'anno in questione. <sup>2</sup> Le partite correnti comprendono i trasferimenti unilaterali.

correnti della bilancia dei pagamenti dell'Europa occidentale sono migliorate di \$0,5 miliardi (infatti il relativo disavanzo è passato da \$1,9 a 1,4 miliardi), gli introiti netti in conto capitali sono diminuiti, a seguito dei provvedimenti adottati dalle autorità americane, di \$1,6 miliardi ragguagliandosi a \$1,9 miliardi, importo sempre considerevole e che ha permesso un incremento delle riserve per \$0,5 miliardi.

Il resto del mondo ha potuto ridurre di \$1 miliardo il proprio disavanzo delle partite correnti, grazie alla diminuzione di \$0,7 miliardi nel suo saldo passivo verso gli Stati Uniti e alla realizzazione di un'eccedenza attiva di \$300 milioni nei conti con l'Europa occidentale i quali, nel 1964, erano stati in equilibrio.

Il miglioramento nelle partite correnti del resto del mondo riguarda esclusivamente i paesi in via di sviluppo, il cui deficit è diminuito di \$1,7 miliardi, scendendo a poco meno di \$1 miliardo. I cinque paesi sviluppati (Australia, Canada, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa) hanno visto aumentare il proprio disavanzo globale di \$0,7 miliardi. Soltanto il Giappone ha registrato un miglioramento nella sua posizione. Il flusso netto di capitali verso il resto del mondo è ammontato a \$3,5 miliardi e non è stato quindi molto diverso da quello dell'anno precedente. Rispetto al 1964 i capitali netti affluiti ai cinque paesi sviluppati durante lo scorso anno sono aumentati di \$50 milioni, mentre i paesi in via di sviluppo ne hanno ricevuti \$150 milioni in meno.

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

*Stati Uniti.* Nel 1965 l'andamento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è stato fortemente influenzato da due opposte tendenze. Da una parte, il deflusso di capitali privati si è contratto da \$6,5 a 3,5 miliardi in seguito alla introduzione del programma di limitazione volontaria del credito, e, dall'altra, l'avanzo commerciale si è ridotto da \$6,7 a 4,8 miliardi. Pertanto il deficit della bilancia dei pagamenti, misurato sulla base della liquidità, è diminuito da \$2,8 a 1,3 miliardi; se invece il calcolo viene effettuato sulla base delle transazioni ufficiali non si è avuto praticamente alcun miglioramento. Nel primo trimestre del 1966 il saldo passivo sulla base della liquidità (rettificato per variazioni stagionali) si è andato sviluppando ad un saggio annuale di \$2,3 miliardi.

Il deterioramento della bilancia commerciale, che si è verificato quasi interamente nel settore degli scambi di merci, è derivato nel 1965 da un aumento molto più rapido delle importazioni, rispetto alle esportazioni. In effetti gli invii all'estero di merci sono cresciuti soltanto di \$1 miliardo, corrispondenti al 4%, mentre nel 1964 gli stessi erano aumentati del 14% e nell'ultimo decennio del 7% in media all'anno. Alla base di questo peggioramento stanno due cause principali: il rallentamento della domanda estera e l'eccezionale espansione di quella interna. Inoltre, la previsione dello sciopero dei portuali per l'inizio dell'anno ha fatto intensificare le spedizioni nell'ultimo periodo del 1964 ma anche tenendo presente questa circostanza, le esportazioni hanno subito una flessione nel primo semestre del 1965. Nella seconda metà dell'anno, comunque, si è avuta una ripresa e nell'ultimo trimestre le esportazioni hanno raggiunto un livello superiore dell'8% a quello dell'anno precedente.

A causa del rallentamento dell'attività economica nell'Europa occidentale e in Giappone, le esportazioni americane verso queste aree sono aumentate in ciascun caso soltanto di circa il 4%, mentre nel 1964 l'incremento aveva superato il 10%. Le esportazioni verso i paesi in via di sviluppo, che rappresentano un terzo del totale del commercio estero americano, non hanno subito variazioni, mentre quelle verso il Canada hanno registrato un miglioramento del 15%. Le esportazioni di prodotti agricoli sono state leggermente minori soprattutto per la riduzione delle vendite di grano ai paesi in via di sviluppo e a quelli dell'Europa orientale. I prodotti non agricoli esportati sono aumentati di \$1,1 miliardi, ossia di circa il 6%, e i manufatti soltanto del 5,5%.

Al contrario, le importazioni hanno progredito di \$2,9 miliardi, o del 15,5%, cioè con il saggio di incremento più alto dal 1959. Come in altri anni di espansione eccezionale, quali il 1959 e il 1962, le importazioni sono cresciute con un ritmo quasi doppio di quello del prodotto nazionale lordo. Nel 1965 circa l'80% dell'aumento è imputabile ai manufatti. Senza calcolare gli acquisti di acciaio che, in previsione di uno sciopero nel paese, furono intensificati per \$450 milioni, le importazioni di prodotti per l'industria sono cresciute del 12%. Le importazioni di beni di consumo, compresi gli autoveicoli, si sono ampliate del 22% e quelle di beni strumentali addirittura del 41%. Le importazioni di derrate alimentari hanno avuto uno scarso sviluppo. Per quanto riguarda l'origine degli approvvigionamenti, gli acquisti americani in Giappone sono aumentati del 38%, quelli nell'Europa occidentale del 20%, quelli nel Canada del 15% e quelli nei paesi in via di sviluppo soltanto del 7%.

Il saldo attivo delle partite invisibili di natura non militare ha avuto un nuovo incremento, passando da \$3,1 a 3,3 miliardi. Le spese dei turisti hanno continuato a salire, ma i loro effetti sono stati più che compensati dall'incremento nei proventi per interessi e dividendi derivanti dall'espansione degli investimenti americani negli altri paesi, dagli alti saggi d'interesse praticati all'estero e dal rimpatrio dei profitti insolitamente cospicuo. Una leggera flessione si è notata nelle spese nette militari, ma la guerra nel Vietnam sembra escludere la continuazione nel tempo di questa tendenza.

Soprattutto in relazione al programma di limitazione volontaria del credito introdotto nel febbraio 1965, il deflusso di capitali privati è diminuito di \$2,9 miliardi, riducendosi circa della metà. In pratica, l'intero miglioramento è dovuto al conto capitali a breve, il cui saldo è passato da un passivo di \$2,1 miliardi nel 1964 ad un attivo di \$0,7 miliardi. Entro certi limiti la variazione è stata determinata dal rimpatrio di capitali inoperosi collocati all'estero a causa dei rendimenti ivi lievemente superiori, ma è probabile che, nell'attuale situazione di stretta creditizia, una parte di queste attività sarebbe stata richiamata per finanziare investimenti a più lungo termine anche se il suddetto programma non fosse stato attuato.

Le disposizioni impartite dal governo alle banche e agli altri istituti finanziari nel febbraio 1965 hanno provocato una sensibile contrazione dei

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1964	Anno	1965 <sup>1</sup>				1966
			1°	2°	3°	4°	
milioni di dollari							
<b>Beni e servizi</b>							
Esportazioni (f.o.b.)							
finanziate dal governo . . . . .	+ 2.815	+ 2.715	+ 575	+ 745	+ 715	+ 680	.
commerciali . . . . .	+ 22.475	+ 23.570	+ 5.050	+ 6.055	+ 6.115	+ 6.350	.
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+ 25.290</b>	<b>+ 26.285</b>	<b>+ 5.625</b>	<b>+ 6.800</b>	<b>+ 6.830</b>	<b>+ 7.030</b>	<b>+ 7.115</b>
Importazioni (f.o.b.) . . . . .	- 18.620	- 21.490	- 4.660	- 5.480	- 5.595	- 5.755	- 6.010
<b>Saldo commerciale . . . . .</b>	<b>+ 6.670</b>	<b>+ 4.795</b>	<b>+ 965</b>	<b>+ 1.320</b>	<b>+ 1.235</b>	<b>+ 1.275</b>	<b>+ 1.105</b>
Interessi e dividendi compresi diritti vari . . . . .	+ 4.810	+ 5.330	+ 1.390	+ 1.455	+ 1.335	+ 1.150	.
Spese militari meno introiti . . . . .	- 2.060	- 2.025	- 490	- 475	- 520	- 540	.
Pensioni e rimesse . . . . .	- 840	- 980	- 225	- 290	- 230	- 235	.
Altri servizi . . . . .	- 860	- 1.020	- 310	- 265	- 230	- 215	.
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+ 1.050</b>	<b>+ 1.305</b>	<b>+ 365</b>	<b>+ 425</b>	<b>+ 355</b>	<b>+ 160</b>	.
<b>Saldo commerciale e dei servizi . . . . .</b>	<b>+ 7.720</b>	<b>+ 6.100</b>	<b>+ 1.330</b>	<b>+ 1.745</b>	<b>+ 1.590</b>	<b>+ 1.435</b>	.
<b>Movimenti di capitali privati</b>							
<b>Capitali S.U.</b>							
<b>A lungo termine</b>							
Investimenti diretti . . . . .	- 2.375	- 3.265	- 1.160	- 890	- 515	- 700	.
Investimenti di portafoglio . . . . .	- 680	- 720	- 210	- 15	- 290	- 205	.
Investimenti bancari . . . . .	- 940	- 215	- 485	+ 180	- 65	+ 155	.
Altri capitali . . . . .	- 355	- 55	+ 15	- 5	- 5	- 60	.
<b>Totale . . . . .</b>	<b>- 4.350</b>	<b>- 4.255</b>	<b>- 1.840</b>	<b>- 730</b>	<b>- 875</b>	<b>- 810</b>	.
<b>A breve</b>							
Banche . . . . .	- 1.525	+ 310	+ 45	+ 185	+ 10	+ 70	.
Settore non bancario . . . . .	- 585	+ 420	+ 255	+ 230	+ 45	- 110	.
<b>Totale . . . . .</b>	<b>- 2.110</b>	<b>+ 730</b>	<b>+ 300</b>	<b>+ 415</b>	<b>+ 55</b>	<b>- 40</b>	.
<b>Totale capitali privati . . . . .</b>	<b>- 6.460</b>	<b>- 3.525</b>	<b>- 1.540</b>	<b>- 315</b>	<b>- 820</b>	<b>- 850</b>	.
<b>Capitali esteri non liquidi<sup>2</sup></b>							
Acquisto di titoli mobiliari S.U. . . . .	- 85	- 425	+ 35	- 255	- 235	+ 30	+ 150
Altri capitali . . . . .	+ 310	+ 375	+ 240	+ 10	+ 40	+ 85	.
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+ 225</b>	<b>- 50</b>	<b>+ 275</b>	<b>- 245</b>	<b>- 195</b>	<b>+ 115</b>	.
<b>Saldo del conto capitali privati . . . . .</b>	<b>- 6.235</b>	<b>- 3.575</b>	<b>- 1.265</b>	<b>- 560</b>	<b>- 1.015</b>	<b>- 735</b>	.
<b>Donazioni e prestiti governativi al netto di rimborsi, e transazioni varie di capitali non liquidi . . . . .</b>	<b>- 3.120</b>	<b>- 3.165</b>	<b>- 715</b>	<b>- 845</b>	<b>- 775</b>	<b>- 830</b>	.
<b>Errori e omissioni . . . . .</b>	<b>- 1.165</b>	<b>- 660</b>	<b>- 10</b>	<b>- 80</b>	<b>- 315</b>	<b>- 255</b>	.
<b>Bilancia dei pagamenti (sulla base della liquidità) . . . . .</b>	<b>- 2.800</b>	<b>- 1.300</b>	<b>- 660</b>	<b>+ 260</b>	<b>- 515</b>	<b>- 385</b>	<b>- 580</b>
meno: partite rettificate per variazioni stagionali . . . . .	-	-	- 475	+ 70	+ 455	- 50	.
<b>Bilancia dei pagamenti prima della rettificazione per variazioni stagionali . . . . .</b>	<b>- 2.800</b>	<b>- 1.300</b>	<b>- 185</b>	<b>+ 190</b>	<b>- 970</b>	<b>- 335</b>	.

<sup>1</sup> I dati trimestrali sono rettificati per variazioni stagionali.   <sup>2</sup> Investimenti ufficiali e privati esteri in strumenti privati S.U. non liquidi.

prestiti all'estero. Con l'avanzare dell'anno le banche hanno ridotto costantemente i loro crediti verso non residenti, aumentando così l'aliquota non utilizzata della loro capacità di prestito. All'inizio questo atteggiamento ha rispecchiato essenzialmente il desiderio di mantenere un margine disponibile per futuri impegni; verso la fine dell'anno sembra però che le banche abbiano preferito destinare una parte dei propri crediti a prenditori nazionali piuttosto che esteri. Di conseguenza l'afflusso di fondi a breve e a lungo termine dichiarati dalle banche è ammontato a \$0,1 miliardi; nell'anno precedente vi era stato un deflusso di \$2,4 miliardi. All'uscita di fondi a breve per \$1,5 miliardi nel 1964 è seguito un rientro di \$0,3 miliardi, mentre l'incremento dei prestiti a lungo termine si è ridotto da \$0,9 a 0,2 miliardi. Questo ridimensionamento è proseguito nei primi mesi del 1966 e alla fine di marzo il totale dei crediti delle banche verso non residenti si era ridotto ulteriormente di \$260 milioni e il loro margine di manovra era salito a \$715 milioni.

Nonostante la contrazione dei prestiti bancari, le esportazioni di capitali privati a lungo termine, pari a \$4,3 miliardi, sono rimaste quasi allo stesso livello del 1964. Gli investimenti diretti, sebbene siano compresi nel programma di limitazione volontaria sono passati da \$2,4 a 3,3 miliardi; essi sono stati particolarmente cospicui nel primo trimestre dell'anno, quando le imprese hanno accelerato le loro esportazioni di capitali in previsione delle imminenti restrizioni. Ciò nonostante il programma ha avuto un certo effetto: qualche progetto di investimento diretto è stato ridotto, mentre altri sono stati finanziati mediante un più ampio indebitamento sull'estero a saggi d'interesse maggiori. Si è verificato inoltre un netto spostamento nella distribuzione geografica la quale in parte si è conformata alle priorità indicate nel programma: mentre i nuovi investimenti diretti in Europa sono aumentati soltanto di un decimo, quelli in Canada sono triplicati e quelli nei paesi produttori di petrolio dell'Asia e dell'Africa più che raddoppiati. Ciò nonostante la forte espansione negli investimenti diretti all'estero è stata decisamente in contrasto con la politica economica ufficiale. Quando nello scorso dicembre sono state prorogate per un altro anno le direttive da seguire, il governo ha fissato un limite per l'incremento nel totale costituito dal deflusso di fondi destinati a investimenti diretti più i profitti non distribuiti nei paesi sviluppati e in alcuni altri che producono minerali. Questa misura, insieme all'estensione del programma ad altre 400 società, è intesa ad apportare un miglioramento di quasi \$1 miliardo.

Modesti cambiamenti sono avvenuti durante lo scorso anno nel deflusso di capitali originato da investimenti americani di portafoglio. Le nuove emissioni di titoli esteri — per lo più canadesi e praticamente esenti da imposte — sono aumentate di circa \$150 milioni e si sarebbero accresciute due volte tanto se non fosse stato differito il trasferimento dei proventi di alcune emissioni canadesi. La maggiore uscita per nuove emissioni è stata compensata dall'espansione delle vendite nette da parte degli Stati Uniti di titoli esteri già emessi. Le vendite estere di titoli a lungo termine di società americane sono sensibilmente cresciute nel 1965, raggiungendo il livello di \$0,4 miliardi. Questo andamento è il risultato soprattutto della liquidazione

del portafoglio titoli in dollari del Tesoro britannico e pertanto ha avuto un carattere eccezionale e non ricorrente. In ogni caso si è verificato un apprezzabile miglioramento del conto capitali privati, il quale è stato probabilmente di portata più ampia di quanto appare dai dati riportati, poichè il saldo negativo della voce "Errori e omissioni" si è contratto di \$0,5 miliardi.

Nel 1965 l'importo netto delle donazioni e transazioni in conto capitali del governo degli Stati Uniti è rimasto praticamente inalterato. Il nuovo ammontare dell'assistenza a favore dei paesi in via di sviluppo si è aggirato, come negli anni recenti, intorno a \$4 miliardi.

*Canada.* Nel 1965 l'economia canadese ha continuato a progredire vigorosamente e la bilancia dei pagamenti ha subito un deterioramento. Dal 1959, quando fu raggiunta la punta massima di \$1,4 miliardi, il disavanzo delle partite correnti è andato via via riducendosi, poichè le esportazioni si sono sviluppate con un ritmo più veloce delle importazioni. Lo scorso anno questo andamento si è capovolto per effetto della crescente pressione della domanda sul mercato interno e della flessione nelle vendite di grano all'estero. Il disavanzo verso gli Stati Uniti si è accentuato, mentre la tradizionale eccedenza attiva rispetto ai paesi d'oltremare si è notevolmente ridotta.

Le importazioni totali sono aumentate di \$1 miliardo, ossia del 15%, con lo stesso saggio di sviluppo del 1964 e si sono anzi fatte più sostenute nell'ultimo trimestre dell'anno. Ingenti acquisti di materiali industriali, beni strumentali, autoveicoli e altri beni di consumo durevoli si sono contrapposti alle spese per derrate alimentari, che sono state minori a causa del forte ribasso del prezzo dello zucchero.

Le esportazioni hanno subito un incremento di \$455 milioni, ovvero del 6% contro il 16% del 1964. Mentre le vendite agli Stati Uniti e ai paesi dell'Europa continentale sono aumentate del 14%, quelle al Regno Unito e al resto del mondo hanno registrato una leggera flessione. Le esportazioni di metalli non ferrosi hanno realizzato la maggiore espansione, essendo aumentate di \$165 milioni. Anche le vendite di autoveicoli hanno subito un progresso della stessa entità, dovuto in parte ad un accordo bilaterale di libero scambio concluso con gli Stati Uniti nel gennaio 1965. Le vendite di grano e farina sono state inferiori di circa \$160 milioni rispetto al 1964 soprattutto a causa della riduzione delle esportazioni verso l'URSS e i paesi dell'Europa orientale. Nell'agosto 1965 è stato concluso con l'Unione sovietica un nuovo contratto per l'importo di \$370 milioni; una metà della merce è stata consegnata nel 1965.

Il disavanzo del conto servizi è aumentato di \$95 milioni, soprattutto a causa dei maggiori pagamenti di interessi e dividendi, mentre le partite correnti si sono chiuse con un passivo di \$1.050 milioni.

L'afflusso di capitali a lungo termine, pari a \$560 milioni, è stato il più basso dell'ultimo decennio ed inferiore di \$230 milioni a quello del 1964. L'incremento degli investimenti diretti esteri in Canada è stato più che compensato dalla flessione negli investimenti di portafoglio e dai ritiri



**Canada: Bilancia dei pagamenti.**

Voci	1964	1965	1964 4° trimestre	1965			
				1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U.							
<b>Transazioni commerciali (f.o.b.)</b>							
Esportazioni . . . . .	7.625	8.080	1.970	1.690	2.025	2.090	2.275
Importazioni . . . . .	6.975	7.985	1.820	1.730	2.050	1.945	2.260
<b>Saldo . . . . .</b>	<b>+ 650</b>	<b>+ 95</b>	<b>+ 150</b>	<b>- 40</b>	<b>- 25</b>	<b>+ 145</b>	<b>+ 15</b>
<b>Servizi</b>							
Interessi e dividendi . . . . .	- 615	- 680	- 175	- 160	- 155	- 160	- 215
Altri servizi . . . . .	- 435	- 465	- 125	- 170	- 160	+ 15	- 150
<b>Totale . . . . .</b>	<b>-1.050</b>	<b>-1.145</b>	<b>- 300</b>	<b>- 330</b>	<b>- 315</b>	<b>- 135</b>	<b>- 365</b>
<b>Saldo delle partite correnti . . .</b>	<b>- 400</b>	<b>-1.050</b>	<b>- 150</b>	<b>- 370</b>	<b>- 340</b>	<b>+ 10</b>	<b>- 350</b>
<b>Conto capitali a lungo termine</b>							
<b>Investimenti di portafoglio</b>							
Nuove emissioni canadesi (al netto)	+ 710	+ 700	+ 425	+ 195	+ 120	+ 220	+ 165
Operazioni su titoli canadesi già emessi . . . . .	- 20	- 165	- 15	- 75	- 60	+ 10	- 40
Operazioni su titoli esteri . . . . .	- 10*	- 40*	- 10	- 35	- 5	- 20	+ 20*
Investimenti diretti . . . . .	+ 105	+ 255	+ 60	+ 35	+ 105	+ 45	+ 70
Altri capitali . . . . .	+ 5	- 190	- 5	- 10	- 75	- 60	- 45
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+ 790</b>	<b>+ 560</b>	<b>+ 455</b>	<b>+ 110</b>	<b>+ 85</b>	<b>+ 195</b>	<b>+ 170</b>
<b>Saldo delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine.</b>	<b>+ 390</b>	<b>- 490</b>	<b>+ 305</b>	<b>- 260</b>	<b>- 255</b>	<b>+ 205</b>	<b>- 180</b>
<b>Conto capitali a breve . . . . .</b>	<b>+ 195</b>	<b>+ 230</b>	<b>+ 60</b>	<b>- 75</b>	<b>+ 85</b>	<b>+ 45</b>	<b>+ 175</b>
<b>Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . . .</b>	<b>+ 585</b>	<b>- 260</b>	<b>+ 365</b>	<b>- 335</b>	<b>- 170</b>	<b>+ 250</b>	<b>- 5</b>

\* Compresi introiti netti per \$50 milioni nel 1964 e per \$30 milioni nel quarto trimestre del 1965 derivanti dal Trattato relativo al fiume Columbia.

relativi ad altri tipi di transazioni. Gli investimenti di portafoglio, che costituiscono la maggiore fonte di capitali, sono scesi, fra il 1964 e il 1965, da \$680 a 495 milioni. Le vendite da parte di non residenti di titoli canadesi già emessi sono passate da \$20 a 165 milioni e gli acquisti canadesi di titoli esteri da \$10 a 40 milioni. Le nuove emissioni nette all'estero di titoli canadesi, per \$700 milioni, sono state approssimativamente uguali a quelle del 1964. Esse però sarebbero state di molto superiori se, nel novembre 1965, non fosse stato deciso di rinviare fino al 1966 il trasferimento dei proventi netti di alcune emissioni canadesi collocate negli Stati Uniti verso la fine dello scorso anno.

Gli investimenti diretti netti esteri in Canada, che erano diminuiti per quattro anni consecutivi, hanno ripreso ad espandersi nel 1965: da \$235 a 360 milioni. Circa quattro quinti di tale importo sono affluiti dagli Stati Uniti, senza avere ancora risentito gli effetti delle limitazioni volontarie adottate da questo paese; per la parte rimanente i capitali sono venuti da paesi d'oltremare, escluso il Regno Unito. Gli investimenti canadesi diretti all'estero sono scesi da \$130 a 105 milioni e sono stati effettuati in parti pressoché uguali negli Stati Uniti e nel resto del mondo, sempre escluso il Regno

Unito. L'ammontare netto degli investimenti diretti è salito quindi da \$105 a 255 milioni.

La voce "Altri capitali" della categoria a lungo termine, che nel 1964 era stata quasi in pareggio, è risultata lo scorso anno passiva per \$190 milioni. Tale deterioramento ha corrisposto approssimativamente al volume dei nuovi crediti concessi all'esportazione. Tuttavia la variazione di questa voce tra i due anni è derivata dalla riduzione dei prestiti bancari a lungo termine, degli investimenti ipotecari in Canada e dei movimenti nei fondi di assicurazione.

Il disavanzo complessivo delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine è stato di \$490 milioni, mentre nel 1964 si era realizzato un saldo attivo di \$390 milioni. I movimenti di capitale a breve, esclusi quelli delle banche canadesi, hanno coperto questo disavanzo per \$230 milioni e in tal modo i movimenti monetari sono risultati negativi nella misura di \$260 milioni.

*Paesi dell'Europa occidentale.* Durante lo scorso anno il disavanzo complessivo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti dei paesi dell'Europa occidentale, che nel 1964 ammontava a \$1,7 miliardi, si è ridotto a \$1,4 miliardi. L'avanzo dei paesi della CEE è quasi raddoppiato, raggiungendo \$715 milioni, mentre il disavanzo dei paesi dell'EFTA si è ridotto da \$1,6 a 1 miliardo. Questi miglioramenti sono stati però in parte annullati dal peggioramento di \$530 milioni prodottosi nella bilancia dei pagamenti dei sei paesi non facenti parte dei suddetti raggruppamenti.

I principali avvenimenti del 1965 sono costituiti dall'ampiezza dei saldi attivi dell'Italia e della Francia, dalla sensibile contrazione del deficit del Regno Unito e dall'insorgenza di cospicui disavanzi nelle partite correnti della Germania e della Spagna.

*Regno Unito.* Dopo un periodo nel quale l'attenzione è stata concentrata sullo sviluppo interno, la politica economica del Regno Unito, a partire dall'ultimo trimestre del 1964, è stata dominata in modo sempre crescente da preoccupazioni inerenti alla bilancia dei pagamenti. Dopo il dazio addizionale del 15% sulle importazioni introdotto nell'ottobre del 1964 (e abbassato al 10% nella primavera del 1965) il bilancio dell'aprile 1965 ha elevato le imposte ed è stato accompagnato da specifiche misure volte a contenere l'uscita di capitali e ad agevolare il finanziamento delle esportazioni. Altri provvedimenti per comprimere la domanda interna e l'uscita di capitali sono stati adottati in luglio, poichè la bilancia dei pagamenti, dopo il miglioramento registrato all'inizio del 1965, aveva manifestato nel secondo trimestre ulteriori segni di peggioramento.

Durante lo scorso anno il saldo passivo della bilancia è diminuito da \$2.150 a 990 milioni, oppure da \$2.090 a 700 milioni se si includono le transazioni non registrate. Anche se la pressione sulle risorse è rimasta intensa, le restrizioni imposte alla domanda hanno consentito la riduzione del disa-

Paesi dell'Europa occidentale: 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 . .	1964	- 175	+ 175	- 0	+ 190	- 15	+ 175
	1965	- 35	+ 185	+ 150	-	15	+ 135
Francia . . . . .	1964	- 90	+ 175	+ 85	+ 445	+ 265 <sup>4</sup>	+ 795
	1965	+ 390	+ 130	+ 520	+ 290 <sup>5</sup>	+ 330 <sup>4</sup>	+ 1 140
Germania . . . . .	1964	+ 2.415	- 2.295	+ 120	- 205	+ 180	+ 95
	1965	+ 1.275	- 2.830	- 1.555	+ 175	+ 1.100	- 280
Italia . . . . .	1964	- 1.490 <sup>6</sup>	+ 1.815	+ 325	+ 465	+ 10	+ 800
	1965	- 475 <sup>6</sup>	+ 2.105	+ 1.630	- 40	- 15	+ 1.575
Paesi Bassi . . . . .	1964	- 765	+ 650	- 115	+ 90	+ 90	+ 65
	1965	- 670	+ 640	- 30	- 35	+ 35	- 30
Totale paesi CEE . . .	1964	- 105	+ 520	+ 415	+ 985	+ 530	+ 1.930
	1965	+ 485	+ 230	+ 715	+ 1.825	-	+ 2.540
Austria . . . . .	1964	- 415 <sup>6</sup>	+ 475	+ 60	+ 35	-	+ 95
	1965	- 500 <sup>6</sup>	+ 490	- 10	- 50	-	- 60
Danimarca . . . . .	1964	- 215	+ 160	- 55	+ 170	-	+ 115
	1965	- 285	+ 175	- 110	+ 130	-	+ 20
Norvegia . . . . .	1964	- 705 <sup>6</sup>	+ 630	- 75	+ 115	-	+ 40
	1965	- 775 <sup>6</sup>	+ 675	- 100	+ 260	-	+ 160
Portogallo . . . . .	1964	- 185	+ 200	+ 15	+ 115	- 25	+ 105
	1965	- 305	+ 290	- 15	+ 80	+ 20	+ 85
Regno Unito . . . . .	1964	- 1.485	+ 360	- 1.135	- 1.015	+ 60	- 2.090
	1965	- 740	+ 360	- 380	- 610	+ 290	- 700
Svezia . . . . .	1964	- 180 <sup>6</sup>	+ 160	- 20	+ 210	-	+ 190
	1965	- 405 <sup>6</sup>	+ 115	- 290	+ 315	-	+ 25
Svizzera . . . . .	1964	- 945 <sup>6</sup>	+ 535	- 410	+ 555	-	+ 145 <sup>7</sup>
	1965	- 710 <sup>6</sup>	+ 580	- 130	+ 190	-	+ 60 <sup>7</sup>
Totale paesi EFTA . .	1964	- 4.140	+ 2.520	- 1.620	+ 220	-	- 1.400
	1965	- 3.720	+ 2.885	- 1.035	+ 625	-	- 410
Finlandia . . . . .	1964	- 220 <sup>6</sup>	+ 45	- 175	+ 155	+ 60	+ 40
	1965	- 225 <sup>6</sup>	+ 40	- 185	+ 35	+ 65	- 85
Grecia . . . . .	1964	- 575 <sup>6</sup>	+ 375	- 200	+ 190	- 35	- 45
	1965	- 700 <sup>6</sup>	+ 435	- 265	+ 205	+ 35	- 25
Irlanda . . . . .	1964	- 355 <sup>6</sup>	+ 265	- 90	+ 105	-	+ 15
	1965	- 415 <sup>6</sup>	+ 290	- 125	+ 75	-	- 50
Islanda . . . . .	1964	- 10	+ 0	- 10	+ 15	-	+ 5
	1965	- 10	+ 5	- 5	+ 10	-	+ 5
Spagna . . . . .	1964	- 995	+ 1.055	+ 60	+ 265	+ 40	+ 365 <sup>7</sup>
	1965	- 1.670	+ 1.280	- 390	+ 200	+ 85	- 105 <sup>7</sup>
Turchia . . . . .	1964	- 125 <sup>6</sup>	+ 20	- 105	+ 120	-	+ 15 <sup>7</sup>
	1965	- 110 <sup>6</sup>	+ 30	- 80	+ 90	-	+ 10 <sup>7</sup>
Totale complessivo . .	1964	- 6.525	+ 4.800	- 1.725	+ 2.650	-	+ 925
	1965	- 6.365	+ 4.995	- 1.370	+ 3.250	-	+ 1.880

<sup>1</sup> Compresi i trasferimenti unilaterali. <sup>2</sup> Calcolati come differenza fra il saldo delle partite correnti e il saldo globale. Dove possibile, i movimenti dei capitali a lungo termine sono indicati separatamente. Gli importi totali e i movimenti di capitali a breve comprendono errori e omissioni. <sup>3</sup> Pari alle variazioni nelle attività ufficiali nette e nella posizione netta delle banche commerciali. <sup>4</sup> Compreso il saldo dei territori d'oltremare francesi rispetto all'area non appartenente al franco. <sup>5</sup> Esclusi i rimborsi anticipati di debiti ufficiali. <sup>6</sup> Importazioni calcolate su base c.i.f. <sup>7</sup> Soltanto attività ufficiali nette.

vanzo delle partite correnti da \$1.135 a 380 milioni, mentre i controlli sui cambi hanno contribuito alla flessione nell'uscita netta di capitali a lungo termine da \$1.015 a 610 milioni.

Il miglioramento del saldo delle partite correnti è derivato dalla riduzione nel disavanzo delle partite visibili da circa \$1.500 a 740 milioni. Le esportazioni di merci sono aumentate di \$860 milioni, mentre il dazio addizionale ha limitato l'aumento delle importazioni a \$105 milioni.

Lo sviluppo delle esportazioni, pari al 7%, è stato assai confortante se paragonato con la media annuale dell'ultimo decennio, che è ammontata soltanto al 4,5%, ma rimane ancora nettamente inferiore al livello del 10% realizzato dagli altri paesi dell'Europa occidentale. In termini di volume, l'incremento delle esportazioni è stato del 5%. L'andamento relativamente soddisfacente delle vendite all'estero nel 1965 può essere attribuito in parte allo sgravio (in media dell'1,5%) delle imposte sulle esportazioni introdotto nell'ottobre 1964, e ad alcuni miglioramenti nei crediti e garanzie alle stesse contenuti nei gruppi di provvedimenti adottati nell'aprile e nel luglio 1965; tuttavia la ripartizione per aree geografiche dell'incremento fa ritenere che siano stati gli sviluppi della domanda all'estero ad avere avuto la maggiore importanza. Infatti, le esportazioni verso il Nord America e verso la Germania hanno progredito rispettivamente del 18 e 15%, mentre sono diminuite quelle verso la Francia, l'Italia e il Giappone. In complesso c'è stato un incremento trascurabile nelle vendite alla CEE e quelle verso i paesi del-

Regno Unito: Bilancia dei pagamenti.<sup>1</sup>

Voci	1964	1965				
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U.						
<b>Merci (f.o.b.)<sup>2</sup></b>						
Importazioni . . . . .	14.015	14.120	3.375	3.550	3.600	3.595
Esportazioni e riesportazioni . . . . .	12.520	13.380	3.265	3.220	3.395	3.500
Saldo . . . . .	- 1.495	- 740	- 110	- 330	- 205	- 95
<b>Servizi<sup>2</sup></b> . . . . .	+ 360	+ 360	+ 60	+ 135	- 50	+ 115
Saldo delle partite correnti <sup>2</sup> . . . . .	-	-	- 50	- 195	- 155	+ 20
Saldo prima della rettificazione	- 1.135	- 380	- 105	- 15	- 330	+ 70
<b>Conto capitali a lungo termine</b>						
Capitali ufficiali . . . . .	- 325	- 225	- 40	- 30	- 70	- 85
Capitali privati britannici . . . . .	- 1.115	- 875	- 275	- 200	- 195	- 205
Capitali privati esteri . . . . .	+ 425	+ 490	+ 130	+ 140	+ 5	+ 215
Totale . . . . .	- 1.015	- 610	- 185	- 90	- 260	- 75
Saldo delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine	- 2.150	- 990	- 290	- 105	- 590	- 5
Errori e omissioni . . . . .	+ 60	+ 290	- 5	+ 130	+ 15	+ 150
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	- 2.090	- 700	- 295	+ 25	- 575	+ 145

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Dati trimestrali rettificati per variazioni stagionali.

l'EFTA e dell'area della sterlina sono cresciute del 7%. Circa la composizione merceologica, le vendite di manufatti sono aumentate dell'8% in valore e del 4,5% in volume: la sensibile lievitazione dell'indice del costo unitario riflette in parte il brusco rialzo dei prezzi dei metalli. Le esportazioni di macchinari sono aumentate del 7,5%, quelle di veicoli stradali del 5% e quelle di altri mezzi e materiali da trasporto del 38% a causa soprattutto delle consegne eccezionalmente ingenti di aeroplani. Le esportazioni di metalli hanno subito un incremento del 12% e quelle di prodotti chimici del 6,5%.

Le importazioni, la cui rapida ascesa si era già arrestata verso la metà del 1964, sono aumentate di circa l'1% tanto in valore che in volume. La fortissima discordanza fra questa aliquota e quella relativa all'incremento della spesa interna lorda (6%) trova particolare spiegazione nel dazio addizionale sulle importazioni, nella minore intensità del processo di accumulazione delle scorte e nell'ottimo raccolto agricolo del 1964. Gli acquisti all'estero di generi alimentari, bevande e tabacco sono diminuiti del 3% e quelli dei prodotti base dell'1%. D'altra parte, le importazioni di combustibili sono aumentate del 6% e quelle di metalli non ferrosi del 12% soprattutto a causa, per quanto riguarda questi ultimi, dei prezzi più elevati. In complesso, gli acquisti di beni non soggetti al dazio addizionale sono leggermente progrediti mentre le importazioni che ne sono gravate non hanno fatto registrare alcuna variazione. Gli acquisti di prodotti chimici e di quelli finiti sono cresciuti rispettivamente del 12 e 5%, mentre i prodotti semilavorati (esclusi i metalli non ferrosi) hanno subito una flessione del 3%. Fra i prodotti finiti, l'incidenza del dazio addizionale è stata avvertita più chiaramente sulle importazioni di beni di consumi, le quali sono diminuite dell'11%, sebbene i consumi siano aumentati, a prezzi correnti, del 5%; per contro, i beni strumentali hanno registrato un incremento del 14%.

L'avanzo delle partite invisibili è rimasto immutato a \$360 milioni. Nonostante il più alto saggio ufficiale di sconto del Regno Unito, i proventi netti di capitali sono aumentati di \$135 milioni e si è conseguito un notevole incremento negli introiti netti da noli. Questi miglioramenti sono stati in gran parte annullati dai maggiori pagamenti correnti ufficiali e dalle maggiori spese dei turisti.

Ragguagliata a \$385 milioni, l'uscita netta di capitali privati a lungo termine è stata di \$305 milioni inferiore a quella del 1964, tuttavia il suo importo è rimasto ancora notevole rispetto ad anni precedenti. Nel primo trimestre del 1965 il deflusso netto ha raggiunto il livello di \$145 milioni, ma dopo l'introduzione delle misure restrittive si è ridotto, nel secondo trimestre, a \$60 milioni. In luglio le limitazioni ai movimenti di capitali sono state accentuate con il divieto di effettuare investimenti diretti fuori dell'area della sterlina tramite il mercato ufficiale dei cambi, nonché mediante un'ulteriore riduzione dei canali di approvvigionamento del mercato del dollaro "investimenti". Inoltre, la Banca d'Inghilterra è stata invitata ad esercitare una più stretta sorveglianza sui crediti concessi a società registrate nel paese ma controllate da non residenti. Nonostante queste misure l'esportazione netta

di capitali privati è balzata nel terzo trimestre al livello di \$190 milioni, ma nella restante parte dell'anno si è verificata una leggera entrata.

Gli effetti del contenimento dei movimenti di capitali a lungo termine si avvertono con la massima chiarezza negli investimenti in titoli esteri da parte di residenti del Regno Unito, che sono passati, dal 1964 al 1965, da un passivo di \$25 milioni ad un attivo di \$250 milioni. Gli investimenti netti esteri delle compagnie petrolifere, i quali nel 1964 erano stati fortemente dilatati dall'operazione Shell-Montecatini, si sono ridotti in misura sostanziale. Per contro, gli altri investimenti diretti netti hanno continuato a progredire.

Le esportazioni ufficiali di capitali a lungo termine sono diminuite da \$325 a 225 milioni. I prestiti netti erogati attraverso il programma di assistenza internazionale sono stati minori e nel 1965 non c'è stata un'uscita analoga a quella di \$50 milioni verificatasi l'anno prima per il rimborso del prestito svizzero. Come nel 1964, il Regno Unito si è avvalso del diritto di differire il pagamento della rata di \$85 milioni relativa ai prestiti nord-americani del dopo guerra.

Nel 1965 il miglioramento della bilancia dei pagamenti ha avuto carattere progressivo. Infatti fra il primo e il secondo semestre il disavanzo delle partite correnti, su base rettificata per variazioni stagionali, è diminuito da \$245 a 135 milioni. L'aumento delle esportazioni di merci negli ultimi tre mesi dell'anno è stato del 10% superiore al livello del corrispondente periodo del 1964, mentre il disavanzo delle partite visibili, pari a \$95 milioni, è risultato pari al 25% di quello del quarto trimestre del 1964.

I dati disponibili sull'andamento degli scambi nel primo trimestre del 1966 non sembrano però confermare questa evoluzione: le esportazioni, che dopo la pausa dei primi nove mesi del 1964, erano aumentate verso la fine di quell'anno, accelerando poi il passo nel secondo semestre del 1965, hanno registrato, nel primo trimestre di quest'anno, un incremento soltanto dell'1%. Al contrario le importazioni, rimaste stazionarie negli ultimi nove mesi del 1965, da allora hanno ripreso a crescere vigorosamente con un saggio di circa il 4%. Di conseguenza il disavanzo commerciale nei primi tre mesi del 1966 si è dilatato (su base rettificata per variazioni stagionali) da \$95 a 200 milioni, ciò che corrisponde, se riferito all'intero anno, ad un disavanzo di \$805 milioni, leggermente superiore quindi a quello (\$740 milioni) del 1965.

Anche se non deve essere sopravvalutata l'importanza dei dati di un trimestre, non si può negare che il rinnovato vigore delle importazioni derivi dal persistere di una forte domanda interna. Essa è stata accentuata dalle massicce spese per consumi effettuate in previsione delle misure restrittive del bilancio pubblico e dalla distribuzione dei dividendi azionari attuata prima dell'entrata in vigore della nuova imposta sulle società. Nel suo discorso del bilancio, pronunciato nel maggio del 1966, il Cancelliere dello Scacchiere ha promesso per novembre l'abolizione del dazio addizionale sulle importazioni e annunciato un programma di limitazione volontaria degli investimenti

diretti nei paesi sviluppati dell'area della sterlina; i dettagli di questo programma vengono illustrati a pagina 154.

*Francia.* Il saldo attivo complessivo della bilancia dei pagamenti francese ha raggiunto approssimativamente \$800 milioni nel 1964 e \$1.140 milioni nel 1965. Mentre nel 1964 tale saldo era stato determinato in prevalenza dall'ampio volume di investimenti privati esteri, nel 1965 esso ha trovato la sua causa principale in un cospicuo avanzo commerciale. In ambedue gli anni i territori francesi d'oltremare sono stati i principali artefici di questo attivo.

La bilancia commerciale è passata da un disavanzo di \$90 milioni nel 1964 ad un avanzo di \$390 milioni lo scorso anno. Tale risultato è dovuto tanto alla domanda sostenuta dell'estero, quanto alle misure interne di stabilizzazione le quali, ponendo un freno ai consumi, hanno da una parte rallentato le importazioni francesi e dall'altra stimolato le imprese ad intensificare le vendite sui mercati esteri. L'espansione è stata inoltre agevolata dal fatto che i prezzi francesi sono saliti in minore misura rispetto a quelli dei principali concorrenti europei.

Le esportazioni verso paesi situati fuori dell'area del franco (calcolate in base alle statistiche doganali) sono aumentate, nel 1965, da \$7.400 a 8.450 milioni, ovvero del 14% che rappresenta un saggio di crescita leggermente superiore a quello dell'anno precedente. Le vendite di prodotti industriali di consumo hanno subito il maggiore incremento: 16% rispetto al 7% del 1964. L'espansione delle esportazioni di derrate è rallentata, ma le vendite di grano, soprattutto ai paesi del blocco orientale, sono state molto più elevate. Per quanto riguarda le importazioni da paesi non appartenenti all'area del franco, il ritmo di aumento è sceso lo scorso anno dal 17 al 4,5%. In valore gli acquisti all'estero sono passati da \$8.400 a 8.800 milioni. Le importazioni di beni di investimento e di prodotti semilavorati, che nel 1964 si erano intensificate rispettivamente del 20 e 23%, hanno progredito appena del 4% le prime e del 5% le seconde, mentre per i beni di consumo il saggio d'espansione è caduto dal 23 al 9%. Gli acquisti all'estero di generi alimentari sono cresciuti soltanto dell'8%, essendosi attenuata la penuria di carne che nel 1964 aveva costituito la causa principale dell'aumento del 27% delle importazioni di derrate. L'approvvigionamento all'estero di materie prime (esclusi i combustibili) ha continuato a ridursi e la sua partecipazione al totale delle importazioni è risultata soltanto del 15% lo scorso anno, mentre nel 1961 era stata del 22%. L'avanzo delle esportazioni di manufatti è passato da \$390 a 930 milioni e quello delle vendite all'estero di generi alimentari da \$150 a 250 milioni. Il disavanzo commerciale rispetto ai paesi non appartenenti all'area del franco è sceso da \$1 miliardo nel 1964 a \$350 milioni nel 1965. In gran parte il miglioramento si è verificato soltanto nei confronti di un ristretto numero di paesi tra quelli con i quali la Francia intrattiene relazioni commerciali: esso infatti è dovuto alla Germania per \$300 milioni, agli Stati Uniti per \$170 milioni e ai Paesi Bassi per \$90 milioni. Le importazioni dall'area del franco sono diminuite lo scorso anno

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

Voci	1964	Anno <sup>2</sup>	1965			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U.						
<b>Merci (f.o.b.)</b>						
Esportazioni . . . . .	7.625	8.600	2.090	2.075	2.125	2.235
Importazioni . . . . .	7.715	8.210	1.985	2.020	1.880	2.260
<b>Saldo commerciale</b>	- 90	+ 390	+ 45	+ 55	+ 245	- 25
<b>Servizi</b>						
Noli . . . . .	+ 25	+ 40	- 0	+ 15	+ 25	+ 10
Turismo . . . . .	+ 35	- 30	+ 25	+ 75	- 100	+ 10
Rimesse di lavoratori . . . . .	- 230	- 275	- 50	- 60	- 65	- 65
Altri servizi . . . . .	+ 345	+ 395	+ 90	+ 95	+ 80	+ 120
<b>Totale . . . . .</b>	+ 175	+ 130	+ 65	+ 125	- 60	+ 75
<b>Saldo delle partite correnti . . . . .</b>	+ 85	+ 520	+ 110	+ 180	+ 185	+ 50
<b>Conto capitali a lungo termine</b>						
Capitali ufficiali . . . . .	- 80	- 70 <sup>3</sup>	- 10	- 5	- 25 <sup>3</sup>	- 30
Capitali privati . . . . .	+ 525	+ 360	+ 105	+ 110	+ 60	+ 85
<b>Totale . . . . .</b>	+ 445	+ 290	+ 95	+ 105	+ 35	+ 55
<b>Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine . . . . .</b>	+ 530	+ 810	+ 205	+ 285	+ 220	+ 105
<b>Conto capitali a breve e aggiustamenti . . . . .</b>	+ 5	+ 60	- 15	+ 10	- 40	+ 70
<b>Resto dell'area del franco . . . . .</b>	+ 260	+ 270	+ 100	+ 55	+ 55	+ 90
<b>Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . . . .</b>	+ 795	+ 1.140	+ 290	+ 350	+ 235	+ 265

<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> Esclusi \$179 milioni per pagamenti anticipati di debiti verso la Export-Import Bank.

di \$110 milioni in seguito soprattutto alla flessione degli acquisti di derrate. Poichè le esportazioni si sono mantenute al livello del 1964, la bilancia commerciale è passata da un disavanzo di \$55 milioni ad un avanzo dello stesso ordine di grandezza.

I proventi netti da servizi hanno continuato il movimento discendente, uguagliandosi a \$130 milioni contro \$175 milioni nel 1964 e \$540 milioni, massimo raggiunto nel 1960. Il saldo del conto turismo ha sofferto una perdita di \$65 milioni e per la prima volta ha presentato un disavanzo. Le rimesse all'estero di lavoratori stranieri sono passate da \$230 a 275 milioni, anche perchè durante lo scorso anno sono immigrati in Francia 100.000 lavoratori di altri paesi.

L'afflusso netto di capitali privati a lungo termine è diminuito, dal 1964 al 1965, da \$525 a 360 milioni: questo fenomeno è imputabile soprattutto all'incremento degli investimenti francesi all'estero e in una certa misura anche alla contrazione degli impieghi esteri in Francia. Gli investimenti netti fran-



cesi all'estero sono passati da \$75 a 175 milioni a causa essenzialmente della forte espansione degli investimenti diretti che sono saliti da \$160 a 235 milioni ed anche per la flessione delle vendite di titoli esteri detenuti da residenti francesi. Gli investimenti netti di capitali privati esteri in Francia, che nel 1964 avevano raggiunto il livello di \$600 milioni, nello scorso anno sono scesi a \$535 milioni, che rappresenta un importo ancora elevato in confronto a quelli di anni precedenti. I prestiti con vincolo ad oltre un anno (che sono ancora soggetti ad autorizzazione se la loro scadenza supera i ventiquattro mesi) hanno presentato una flessione di \$50 milioni, mentre gli investimenti di portafoglio si sono ridotti di \$20 milioni a causa probabilmente delle condizioni depresse della borsa francese. Gli investimenti diretti sono rimasti allo stesso livello nonostante l'azione svolta dal governo degli Stati Uniti presso le proprie imprese per limitare gli investimenti americani in altri paesi.

Dal 1959 al 1963 le autorità hanno utilizzato una parte del saldo attivo accumulato nella bilancia dei pagamenti per rimborsare anticipatamente il debito pubblico estero. Dopo un'interruzione nel 1964, lo scorso anno si è ripreso ad effettuare rimborsi: il 1° luglio è stato eseguito il pagamento dell'ultima rata di \$179 milioni del prestito ottenuto nel 1945 dalla Export-Import Bank. L'indebitamento complessivo del governo sull'estero, che alla fine del 1958 ammontava a \$2.080 milioni, è stato così ridotto a \$454 milioni alla fine del 1965.

*Germania.* Le partite correnti della bilancia dei pagamenti, che nel 1964 avevano presentato un modesto attivo, sono scese lo scorso anno ad un passivo per \$1,5 miliardi, soprattutto in conseguenza della diminuzione dell'avanzo commerciale. Comunque una cospicua entrata netta di capitali privati, in gran parte a breve termine, ha coperto circa la metà di tale disavanzo.

Nel 1965 la forte espansione della domanda ha fatto progredire le importazioni del 20%, a \$17,6 miliardi, mentre le vendite all'estero si sono sviluppate ad un saggio inferiore della metà, raggiungendo \$17,9 miliardi. L'avanzo commerciale, che in ciascuno dei due precedenti anni era ammontato a \$1,5 miliardi, è caduto a \$300 milioni.

Nel 1965 le importazioni di manufatti hanno registrato un incremento del 30% a causa dell'elevata domanda interna e della maggiore competitività dei prodotti stranieri. Gli acquisti di equipaggiamenti per la difesa e di beni per usi civili sono aumentati grosso modo parallelamente. Gli acquisti all'estero di generi alimentari sono cresciuti del 20% in conseguenza, in parte, degli scarsi raccolti dell'annata agricola in Germania, mentre le materie prime e i prodotti semilavorati presi insieme hanno avuto un'espansione del 7%. Nel secondo semestre del 1965 dette importazioni tuttavia sono state superiori soltanto del 2,5% rispetto al corrispondente periodo del 1964, poichè la Germania è entrata nella fase discendente del processo di costituzione delle scorte ed è rallentato il ritmo di aumento della produzione delle industrie manifatturiere.

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

Voci	1964	1965				1966 1° trimestre	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre
milioni di dollari S.U.							
<b>Merci</b>							
Esportazioni (f.o.b.) . . .	16.230	17.910	4.345	4.350	4.310	4.905	4.740
Importazioni (c.i.f.) . . .	14.710	17.610	4.070	4.360	4.425	4.755	4.530
Saldo . . . . .	+ 1.520	+ 300	+ 275	- 10	- 115	+ 150	+ 210
<b>Servizi</b> . . . . .	- 165	- 400	- 0	- 195	- 215	+ 10	- 85
<b>Trasferimenti unilaterali</b> . . . . .	- 1.235	- 1.455	- 340	- 445	- 340	- 390	- 360
Saldo delle partite correnti . . . . .	+ 120	- 1.555	- 65	- 650	- 670	- 170	- 235
<b>Conto capitali a lungo termine</b>							
Capitali privati							
Transazioni su titoli . . .	- 80	- 70	- 125	+ 15	+ 20	+ 20	- 110
Altre transazioni . . . . .	+ 190	+ 565	+ 230	+ 115	+ 105	+ 115	+ 210
Totale . . . . .	+ 110	+ 495	+ 105	+ 130	+ 125	+ 135	+ 100
Capitali ufficiali . . . . .	- 315	- 320	- 45	- 85	- 80	- 110	- 85
Totale . . . . .	- 205	+ 175	+ 60	+ 45	+ 45	+ 25	+ 15
Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine . . . . .	- 85	- 1.360	- 5	- 605	- 625	- 145	- 220
<b>Conto capitali a breve</b>							
Capitali privati <sup>2</sup> . . . . .	+ 45	+ 210	+ 70	+ 5	+ 75	+ 60	+ 95
Capitali ufficiali <sup>3</sup> . . . . .	- 260	+ 335	+ 90	- 30	+ 145	+ 130	- 25
Totale . . . . .	- 215	+ 545	+ 160	- 25	+ 220	+ 190	+ 70
Errori e omissioni . . . . .	+ 395	+ 555	+ 260	+ 340	+ 135	- 180	+ 210
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . . . .	+ 95	- 280	+ 415	- 290	- 270	- 135	+ 60

<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> Esclusa la posizione nella quota oro con il F.M.I. e le attività della Bundesbank che sono comprese nelle partite monetarie.

Lo scorso anno le esportazioni sono cresciute del 10%, più o meno con lo stesso saggio di quelle degli altri paesi industriali. Le vendite ai paesi membri della CEE hanno subito un incremento del 10%, mentre le relative importazioni un aumento del 30%. Per la prima volta pertanto la Germania ha accusato un disavanzo commerciale di \$355 milioni nei confronti degli altri paesi della Comunità, dopo aver realizzato un saldo attivo di \$800 milioni nel 1964. A tale deterioramento ha contribuito in maniera sostanziale l'andamento negativo delle bilance commerciali verso Italia e Francia rispettivamente per \$550 e 300 milioni. Le esportazioni sono rimaste stabili durante i primi nove mesi del 1965 e sono fortemente aumentate nell'ultimo trimestre, mentre le importazioni hanno avuto uno sviluppo abbastanza regolare nel corso dell'intero anno. Nel periodo marzo-settembre è emerso un disavanzo commerciale del tutto insolito, ma nell'ultimo trimestre il saldo è ritornato attivo e nei primi tre mesi del 1966 vi è stata un'eccedenza di esportazioni per \$210 milioni.

Le partite correnti della bilancia dei pagamenti tedesca hanno risentito dell'ulteriore disavanzo verificatosi nel settore dei servizi che è passato da \$165 a 400 milioni. La maggiore variazione si è verificata nel conto del turismo, essendo saliti gli esborsi netti da meno di \$500 a 665 milioni. In aggiunta si è avuto un aumento di \$50 milioni nei pagamenti netti di dividendi e interessi. Le uscite nette per noli invece si sono ridotte di \$65 milioni, nonostante la cospicua espansione delle importazioni. I trasferimenti unilaterali, che nei due precedenti anni erano rimasti invariati a \$1.235 milioni, hanno subito un'espansione nel 1965 di \$220 milioni; questa variazione è dipesa, in misura pressochè uguale, dall'aumento dei pagamenti per indennizzi e delle rimesse degli emigranti. Il numero di lavoratori stranieri è cresciuto di 231.000 unità dal settembre 1964 al settembre 1965 e le rimesse sono ammontate a \$425 milioni nel 1965, di cui \$150 milioni sono andati all'Italia, \$75 milioni rispettivamente alla Grecia e alla Spagna e \$65 milioni alla Turchia.

Gli investimenti privati esteri in Germania, che si erano sensibilmente contratti nel 1964, lo scorso anno hanno avuto una ripresa su larga scala. Nonostante un certo aumento degli investimenti privati tedeschi all'estero, l'afflusso netto di capitali a lungo termine è passato da \$110 milioni a quasi \$500 milioni.

Gli acquisti di obbligazioni tedesche si sono mantenuti ad un basso livello, ma le banche hanno venduto a non residenti un notevole importo di titoli di credito e di altre attività interne. Gli investimenti diretti da parte di non residenti, che hanno costituito la più ampia fonte di capitali esteri, sono passati da \$480 a 760 milioni. Non tutte queste variazioni hanno però comportato una corrispondente entrata di nuovi fondi, poichè circa \$200 milioni hanno rappresentato il consolidamento di crediti a breve e \$125 milioni reinvestimenti di profitti. Le altre operazioni su capitali a lungo termine esteri sono aumentate da \$90 a 210 milioni.

Nel 1965 gli investimenti diretti tedeschi all'estero hanno raggiunto il livello di \$295 milioni contro \$235 milioni nell'anno precedente. Invece gli investimenti di portafoglio hanno registrato una flessione da \$220 a 180 milioni. Di questo importo, circa \$100 milioni sono imputabili alle sottoscrizioni da parte di residenti di prestiti esteri lanciati sul mercato tedesco. Tredici prestiti di questo tipo, stilati in DM, per un importo complessivo di \$325 milioni, sono stati emessi durante lo scorso anno. Con \$320 milioni, il deflusso netto di capitali ufficiali, in prevalenza diretti verso paesi in via di sviluppo, è stato leggermente superiore a quello dell'anno precedente.

Il saldo del conto capitali a breve è passato da un'uscita netta di \$215 milioni ad un'entrata netta di \$545 milioni. Il grosso della variazione è avvenuto nel settore pubblico poichè, a differenza del 1964, le consegne di armamenti dall'estero sono state superiori ai corrispettivi pagamenti della Germania. Circa il settore privato, le imprese tedesche si sono indebitate progressivamente sull'estero per eludere la stretta creditizia interna. I prestiti di finanziamento ricevuti sono aumentati, al netto, da \$45 a 210 milioni.

Nel 1965 la partita "Errori e omissioni" ha realizzato il più cospicuo avanzo mai registrato, cioè \$555 milioni contro \$395 milioni nell'anno precedente.

*Italia.* Il saldo attivo della bilancia globale dei pagamenti è aumentato, dal 1964 al 1965, da \$800 a 1.575 milioni. Per il secondo anno consecutivo il disavanzo commerciale si è ridotto di \$1 miliardo, in dipendenza del rapido sviluppo delle esportazioni e dell'andamento delle importazioni, le quali, dopo il declino del 1964, sono rimaste praticamente invariate. I proventi netti dalle partite invisibili sono cresciuti di circa \$300 milioni. Nel conto capitali, tuttavia, all'entrata netta di \$475 milioni del 1964 ha fatto seguito un'uscita netta di \$55 milioni.

Le importazioni (calcolate in base alle statistiche doganali) che avevano raggiunto una punta nel primo trimestre del 1964, si sono notevolmente ridotte nei successivi sei mesi, ma da allora la tendenza si è di nuovo invertita. Esse sono andate intensificandosi per tutto il 1965 e nell'ultimo trimestre hanno superato del 16% il livello relativo al corrispondente periodo del 1964. L'andamento rispecchia un incremento del 23% negli acquisti di derrate alimentari che rappresentano circa un quarto delle importazioni globali, e del

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

Voci	1964	1965				1966 1° trimestre	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre
milioni di dollari S.U.							
<b>Merci</b>							
Importazioni (c.i.f.) . . .	7.070	7.130	1.705	1.715	1.760	1.950	1.970
Esportazioni (f.o.b.) . . .	5.580	6.655	1.510	1.610	1.750	1.785	1.845
Saldo . . . . .	- 1.490	- 475	- 195	- 105	- 10	- 165	- 125
<b>Servizi</b>							
Turismo . . . . .	+ 825	+ 1.060	+ 115	+ 245	+ 490	+ 210	+ 135
Rimesse dei lavoratori . . .	+ 550	+ 675	+ 115	+ 175	+ 195	+ 190	+ 135
Noli . . . . .	+ 330	+ 360	+ 80	+ 95	+ 100	+ 85	+ 90
Altri servizi . . . . .	+ 110	+ 10	+ 0	- 5	+ 15	- 0	+ 10
Totale . . . . .	+ 1.815	+ 2.105	+ 310	+ 510	+ 800	+ 485	+ 370
Saldo delle partite correnti . . . . .	+ 325	+ 1.630	+ 115	+ 405	+ 790	+ 320	+ 245
<b>Movimenti di capitali</b>							
Rimpatrio di banconote	- 575	- 315	- 135	- 50	- 40	- 90	- 170
Investimenti di non residenti <sup>2</sup> . . .	+ 1.090	+ 390	+ 115	+ 140	+ 55	+ 80	
Investimenti di residenti <sup>2</sup> . . . . .	- 110	- 135	- 60	- 5	- 40	- 30	
Altri movimenti (compresi capitali ufficiali)	+ 70	+ 5	+ 30	- 25	+ 30	- 30	
Totale . . . . .	+ 475	- 55	- 50	+ 60	+ 5	- 70	- 170
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . .	+ 800	+ 1.575	+ 65	+ 465	+ 795	+ 250	+ 75

<sup>1</sup> Sulla base dei conti di cassa. <sup>2</sup> Compresi i prestiti.

13% negli acquisti di altre merci. Fra le importazioni di prodotti non alimentari, le materie prime sono cresciute notevolmente nella seconda metà dell'anno e così pure i beni di consumo, mentre hanno perduto terreno i beni strumentali. Per l'anno nel suo insieme le importazioni sono ammontate a \$7.350 milioni, cioè sono state soltanto di circa l'1% superiori a quelle del 1964. Le esportazioni hanno raggiunto l'importo di \$7.190 milioni, aumentando del 21%, in dipendenza principalmente della forte domanda proveniente dagli altri paesi della CEE.

Nel 1965 il saldo netto dei servizi è migliorato di quasi \$300 milioni; quattro quinti di questo importo sono da attribuire ai maggiori proventi netti dal turismo. Il numero di pernottamenti di turisti stranieri in Italia, leggermente diminuito nel 1964, è di nuovo aumentato durante lo scorso anno. Le rimesse degli emigranti e di lavoratori italiani temporaneamente occupati all'estero sono state pari a \$675 milioni, con un aumento del 22% rispetto al totale del 1964. L'aumento rispecchia tanto le retribuzioni più elevate, quanto il maggior numero dei lavoratori espatriati. I proventi netti da noli hanno realizzato un'espansione di \$30 milioni, mentre l'eccedenza di \$110 milioni nelle altre partite invisibili è praticamente scomparsa.

Nel 1964 il conto capitali aveva fatto registrare una variazione di \$800 milioni spostandosi dal passivo all'attivo, grazie in parte ad investimenti diretti su larga scala in imprese italiane da parte di non residenti. Nel 1965 invece il conto si è mosso in senso contrario per \$530 milioni, ritornando in passivo. Tale fenomeno è stato provocato quasi esclusivamente dalla brusca caduta degli investimenti esteri in Italia e dagli ingenti rimborsi contrattuali di precedenti prestiti esteri ricevuti da imprese italiane.

Nel primo trimestre del 1966 l'avanzo delle partite correnti è ammontato a \$245 milioni, cioè è stato superiore di \$130 milioni rispetto allo stesso periodo del 1965. Questo progresso è dovuto, in parti pressochè uguali, alla riduzione del disavanzo commerciale e all'espansione nei proventi netti dalle partite invisibili.

*Belgio.* Nel 1965 il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti belga si è spostato dal pareggio ad un attivo di \$150 milioni, mentre il conto capitali è passato da un avanzo ad un modesto deficit.

Essendo diminuita lo scorso anno la pressione della domanda interna, le importazioni — calcolate sulla base delle statistiche doganali — sono aumentate soltanto del 7,5% contro il 16% del 1964. Il rallentamento è stato particolarmente marcato nella prima metà dell'anno, durante la quale le importazioni di materie prime e di beni strumentali sono risultate di poco superiori a quelle dell'anno precedente. Gli acquisti di beni di consumo durevoli, invece, hanno subito un incremento del 18%. Le esportazioni hanno progredito quasi con la stessa velocità del 1964, cioè al saggio del 14%: le vendite di prodotti meccanici e chimici, nonchè di metalli non ferrosi sono salite di circa il 20%, mentre quelle di prodotti siderurgici e tessili sono cresciute rispettivamente del 10 e 6%.

In termini di bilancia dei pagamenti, il disavanzo commerciale si è ridotto da \$175 a 35 milioni. Anzi nei primi sei mesi è stato realizzato un attivo di \$40 milioni. Gli introiti netti da servizi sono passati da \$10 a 185 milioni, in dipendenza della riduzione delle spese militari all'estero.

L'afflusso complessivo netto di capitali che, nel 1964, era ammontato a \$175 milioni, si è mutato in un disavanzo di \$15 milioni. Tale andamento rispecchia principalmente uno spostamento nei capitali ufficiali da un afflusso netto di \$30 milioni a un deflusso netto di \$110 milioni in seguito ai rimborsi di debiti governativi, all'ammortamento del prestito del Congo ai sensi dell'accordo firmato nel febbraio 1965 e alla riduzione nei crediti che la autorità hanno ricevuto dall'estero. Le importazioni nette accertate di altre categorie di capitali, che erano aumentate sensibilmente nel 1964, hanno subito una riduzione di \$30 milioni.

*Paesi Bassi.* La bilancia globale dei pagamenti dei Paesi Bassi è passata, fra il 1964 e il 1965, da un attivo di \$65 milioni a un passivo di \$30 milioni, in seguito alla diminuzione dell'afflusso netto di capitali privati.

Paesi Bassi: Bilancia dei pagamenti.\*

Voci	1964	1965				1966	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre
milioni di dollari S.U.							
Merci (f.o.b.)							
Importazioni . . . . .	6.130	6.655	1.545	1.650	1.645	1.815	1.720
Esportazioni . . . . .	5.365	5.985	1.370	1.500	1.485	1.630	1.500
Saldo . . . . .	- 765	- 670	- 175	- 150	- 160	- 185	- 220
Servizi							
Interessi e dividendi. . .	+ 205	+ 200	+ 60	- 10	+ 100	+ 50	+ 10
Altri servizi . . . . .	+ 445	+ 440	+ 115	+ 85	+ 120	+ 120	+ 75
Totale . . . . .	+ 650	+ 640	+ 175	+ 75	+ 220	+ 170	+ 85
Saldo delle partite correnti. . . . .	- 115	- 30	+ 0	- 75	+ 60	- 15	- 135
Movimenti di capitali							
Privati a lungo termine							
Olandesi . . . . .	- 145	- 280	- 45	- 95	- 60	- 80	- 130
Esteri. . . . .	+ 285	+ 305	+ 85	+ 95	+ 80	+ 45	+ 95
Banche. . . . .	- 20	- 25	- 5	- 15	- 0	- 5	- 20
Privati a breve . . . . .	+ 90	+ 35	+ 15	+ 15	- 20	+ 25	+ 35
Totale . . . . .	+ 210	+ 35	+ 50	- 0	+ 0	- 15	- 20
Capitali ufficiali . . . . .	- 30	- 35	- 5	- 10	- 10	- 10	- 5
Saldo del conto capitali . . . . .	+ 180	+ 0	+ 45	- 10	- 10	- 25	- 25
Saldo complessivo (=variazioni nelle partite monetarie) . . . . .	+ 65	- 30	+ 45	- 85	+ 50	- 40	- 160

\* Sulla base dei conti di cassa.

Il disavanzo commerciale, che nel 1964 aveva toccato la punta massima di \$765 milioni, si è ridotto lo scorso anno di circa \$100 milioni; infatti le esportazioni si sono sviluppate più rapidamente delle importazioni, il cui saggio di espansione — calcolato sulla base delle statistiche doganali — è caduto dal 18 al 6%, in dipendenza soprattutto della normalizzazione nel ritmo di accumulazione delle scorte, che, nel 1964, aveva assunto proporzioni eccezionali. In relazione con l'espansione dei redditi, d'altra parte, le importazioni di beni di consumo si sono intensificate di circa il 20%. Verso la fine dell'anno gli acquisti di automobili, apparecchi radio e televisori sono proceduti a ritmo molto sostenuto in previsione dell'aumento dell'imposta sulle vendite. Il movimento ascendente delle esportazioni è rallentato dal 17 al 10%, esclusivamente a causa del meno rapido aumento della domanda di prodotti industriali, in particolare, di prodotti meccanici la cui espansione è stata soltanto dell'1% contro il 28% del 1964. Le vendite di prodotti chimici e di raffinaria, invece, hanno continuato a crescere sensibilmente.

Tenendo presente una leggera flessione negli introiti netti dalle partite invisibili, il disavanzo delle partite correnti si è ridotto nel 1965 da \$115 a 30 milioni.

L'afflusso netto di capitali privati a lungo termine è sceso da \$120 milioni a zero. L'entrata di capitali esteri — che dal 1958 si era mantenuta ad un livello medio annuo di circa \$270 milioni — ha raggiunto l'importo di \$305 milioni nel 1965, soprattutto in seguito ai più cospicui acquisti dell'estero di titoli olandesi. D'altra parte il deflusso di capitali dai Paesi Bassi è salito da \$145 a 280 milioni; oltre due terzi di questo incremento sono dovuti all'espansione del credito a non residenti e la rimanenza ai maggiori acquisti di titoli esteri.

*Austria.* Il saldo delle partite correnti si è spostato nel 1965 da un attivo di \$60 milioni a un modesto passivo, mentre il deflusso netto di capitali è stato alquanto superiore a quello dell'anno precedente. La bilancia globale pertanto è passata da un saldo attivo di \$95 milioni ad un deficit di \$60 milioni.

Il deterioramento delle partite correnti è interamente dovuto all'aumento delle importazioni, le quali sono accelerate nell'ultimo trimestre del 1965. Per l'anno nel suo complesso, gli acquisti all'estero hanno registrato un incremento del 13%, cioè in misura di poco superiore rispetto al 1964. I maggiori incrementi pari al 16%, si sono verificati negli acquisti di derrate alimentari, a causa delle avverse condizioni atmosferiche, e in quelli di macchinari e materiale da trasporto. Il saggio di aumento delle esportazioni è stato dell'11%, quindi ha superato di poco quello dell'anno precedente. Tuttavia le vendite di manufatti e prodotti semilavorati (compresi i macchinari e il materiale da trasporto che rappresentano i tre quarti del totale) sono cresciute con minore rapidità in confronto del 1964. Le esportazioni di derrate alimentari, d'altro canto, sono progredite vivacemente nel 1965 dopo la contrazione subita l'anno prima.

Il disavanzo commerciale è aumentato da \$415 a 500 milioni, ma per la prima volta dal 1961, esso non è stato completamente coperto con gli introiti dalle partite invisibili, i quali sono ammontati a \$490 milioni. I proventi netti dal turismo sono saliti da \$385 a 420 milioni, ossia del 9% contro il 23% del 1964, mentre le entrate nette da altri servizi e da trasferimenti unilaterali hanno subito una contrazione da \$90 a 70 milioni.

Dopo essere stato per un certo numero di anni un paese importatore netto di capitali, dal 1964 l'Austria è diventata un paese esportatore e nello scorso anno ha registrato un'uscita netta per \$50 milioni. Il capovolgimento della situazione è stato determinato dai crediti concessi a non residenti (in particolare crediti bancari ai paesi dell'Europa orientale) e dai cospicui rimborsi di prestiti esteri. Difatti, il credito netto a clienti esteri è passato da \$50 a 110 milioni, mentre i debiti netti sono diminuiti da \$75 a 10 milioni. Gli investimenti esteri in Austria sono stati alquanto superiori a quelli dell'anno precedente con uno spostamento dagli impieghi di portafoglio verso gli impieghi diretti.

*Svizzera.* La politica antinflazionistica adottata nel 1964 ha dato i suoi frutti nel 1965. L'attenuazione delle pressioni della domanda si è rispecchiata con la massima chiarezza nel disavanzo delle partite correnti, il quale, dopo essersi costantemente dilatato negli ultimi quattro anni, è diminuito da \$410 a 130 milioni nel 1965.

Le importazioni di merci, che già alla metà del 1964 avevano rallentato il loro saggio di incremento, sono rimaste praticamente stazionarie nei primi nove mesi del 1965 e soltanto verso la fine dell'anno hanno ripreso a salire. Il loro aumento rispetto al livello del 1964 è stato inferiore al 3%; gli acquisti di beni strumentali sono in effetti leggermente diminuiti. Il ritmo di espansione delle esportazioni è salito dal 10 al 12% per cui il disavanzo commerciale si è ridotto da \$945 a 710 milioni. Le esportazioni sono aumentate di \$325 milioni e di questo importo il 40% è stato assorbito dalla Germania e dal Nord America, mentre il resto si è diretto verso molteplici destinazioni.

Si calcola che le entrate nette dai servizi abbiano subito un incremento da \$535 a 580 milioni. In seguito alla riduzione della mano d'opera straniera disposta dalle autorità, le rimesse all'estero dei lavoratori non hanno subito variazioni in aumento. Nell'attivo è stata registrata una riduzione dei proventi dal turismo, forse a causa delle cattive condizioni atmosferiche del 1965, mentre gli interessi e dividendi netti dei capitali impiegati all'estero hanno continuato la loro tendenza ascendente.

Fra i movimenti di capitale accertati, le emissioni nette estere in Svizzera sono diminuite da \$65 a 60 milioni, mentre è alquanto aumentata l'esportazione di capitali ufficiali a titolo di aiuti ai paesi in via di sviluppo. L'afflusso netto di capitali a breve e a lungo termine — calcolato come differenza fra le variazioni delle riserve ufficiali e il saldo delle partite correnti — ha subito una flessione, fra il 1964 e il 1965, da \$555 a 190 milioni. Alla



origine di questa riduzione sono probabilmente i provvedimenti del 1964 diretti a limitare l'entrata di fondi esteri, la situazione interna della liquidità, che in alcuni periodi del 1965 è stata alquanto migliore e la riduzione delle vendite svizzere di titoli sui mercati dei capitali della Germania e degli Stati Uniti.

Durante lo scorso anno le partite correnti dei quattro paesi dell'Europa settentrionale si sono deteriorate, ma, con l'eccezione della Finlandia, gli afflussi netti di capitale hanno più che compensato i rispettivi disavanzi.

In *Danimarca* è proseguita nel 1965 l'espansione economica in atto, quasi senza interruzione, dal 1958. Il disavanzo commerciale, che nel 1964 era ammontato a \$215 milioni, ha raggiunto nel 1965 l'importo di \$285 milioni; il deterioramento si è verificato interamente nel primo semestre. Durante l'anno le importazioni sono aumentate dell'8% contro il 23% del 1964. Il saggio di sviluppo delle esportazioni è sceso dall'11 al 9%. Le vendite all'estero di manufatti hanno realizzato un incremento dell'11%, mentre quelle di prodotti agricoli soltanto del 4%.

I proventi netti dalle transazioni invisibili sono cresciuti di \$15 milioni, ad un totale di \$175 milioni, ma i maggiori guadagni per noli sono stati in parte annullati dalle minori entrate dal turismo e dalle più elevate spese per trasferimenti.

L'afflusso netto di capitali ha subito una contrazione da \$170 a 130 milioni. I proventi da prestiti ufficiali contratti all'estero si sono ridotti da \$120 a 20 milioni, essendo state vietate per il periodo giugno 1964-giugno 1965 le emissioni obbligazionarie da parte delle autorità locali e delle imprese pubbliche; tali emissioni successivamente sono state assoggettate ad autorizzazione. D'altro canto, gli investimenti diretti esteri in Danimarca sono aumentati di \$25 milioni e i crediti netti commerciali di \$40 milioni, in dipendenza della politica creditizia interna improntata alle restrizioni.

*Finlandia.* Tanto nel 1964 che nel 1965 il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti finlandese è ammontato a circa \$180 milioni; tuttavia nel 1965, a differenza di quanto verificatosi nell'anno precedente, esso non è stato compensato da un adeguato afflusso di capitali, per il fatto che il programma americano inteso a riequilibrare la bilancia dei pagamenti ha ridotto le possibilità della Finlandia di fare ricorso al mercato dei capitali non soltanto negli Stati Uniti, ma indirettamente anche a quelli europei.

Come di consueto, le esportazioni finlandesi sono state più ridotte nei primi sei mesi, ma, al pari del 1964, si sono sviluppate con un ritmo costante durante tutto l'anno, mentre è sensibilmente diminuito il saggio di espansione delle importazioni. Il disavanzo commerciale è passato da \$155 a 185 milioni nel primo semestre, ma è calato da \$65 a 40 milioni nel secondo semestre. Questo andamento è da ascrivere alla politica creditizia divenuta più restrittiva nella primavera e, in misura anche maggiore, a specifici provvedimenti quali l'aumento dell'imposta sulle automobili e l'inasprimento delle condizioni delle vendite a rate. Le ragioni di scambio si sono fatte ancora

più favorevoli, poichè i prezzi delle esportazioni hanno avuto un rialzo del 6,5%, mentre quelli delle importazioni sono cresciuti del 3%. Nel 1964 le emissioni di prestiti a lungo termine sull'estero avevano raggiunto l'importo di \$155 milioni, mentre lo scorso anno sono ammontate soltanto a \$55 milioni. In complesso l'importazione di capitali a lungo termine si è ridotta da \$155 a 35 milioni.

Il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti della *Norvegia* è aumentato lo scorso anno da \$75 a 100 milioni; esso è stato più che coperto dall'afflusso di capitali. Il disavanzo commerciale è passato da \$705 a 775 milioni: per più della metà questa dilatazione è stata provocata dagli acquisti netti di navi. Le altre importazioni hanno avuto un incremento di \$140 milioni, ossia dell'8%, e le esportazioni di \$115 milioni, cioè del 10%. Oltre un terzo dell'aumento delle vendite all'estero ha riguardato i prodotti della pesca, essendo stato il 1965 un anno particolarmente favorevole per questa attività. I ricavi netti da noli hanno subito un'espansione di \$60 milioni, costituendo l'intero incremento degli introiti netti dalle partite invisibili.

Oltre ad un importo positivo nella voce "Errori e omissioni", si è avuto un afflusso di capitali per \$230 milioni che è risultato superiore di circa \$100 milioni rispetto al 1964; per \$45 milioni l'aumento è imputabile ai maggiori prestiti ricevuti dalle società armatoriali nonchè ad una flessione nei loro pagamenti per ammortamenti. Anche i crediti ottenuti da altri operatori privati sono saliti di \$65 milioni, mentre quelli del settore pubblico si sono contratti di \$20 milioni.

*Svezia.* Il saldo delle partite correnti, che in anni precedenti era stato praticamente in pareggio, nel 1965 ha accumulato un disavanzo di \$290 milioni, a causa soprattutto dell'aggravarsi del disavanzo commerciale da \$180 a 405 milioni. Lo scorso anno, sotto la pressione della forte domanda interna, le importazioni sono di nuovo cresciute del 13,5%, mentre il saggio di espansione delle esportazioni è disceso dal 15 all'8%, a causa dell'indebolimento della domanda estera per polpa di legno, carta e minerale di ferro. I proventi netti dalle partite invisibili sono diminuiti ulteriormente da \$160 a 115 milioni. Per un certo numero di anni gli introiti da noli si sono sviluppati con un ritmo molto inferiore rispetto agli esborsi effettuati per le altre voci dei servizi, in particolare il turismo, per cui i proventi netti dalle partite invisibili si sono dimezzati rispetto al 1960.

Il disavanzo delle partite correnti è stato abbondantemente coperto dall'afflusso netto di capitali e dall'eccedenza realizzata nelle transazioni non registrate; prese insieme queste due voci sono ammontate a \$315 milioni. L'entrata netta di capitali registrata è passata da \$55 a 95 milioni, in dipendenza prevalentemente della contrazione degli investimenti svedesi all'estero e la partita "Errori e omissioni", che comprende un importo piuttosto cospicuo e stabile di introiti netti correnti, è aumentata da \$155 a 220 milioni.

*Spagna.* La continua e rapida espansione dell'economia, accompagnata nelle ultime due annate da una forte contrazione della produzione agricola (dovuta sia a difficoltà di adattamento, sia ad avverse condizioni atmosferiche), ha provocato nel 1965 un serio deterioramento della bilancia dei pagamenti spagnola. L'andamento degli anni recenti è stato caratterizzato da un crescente disavanzo commerciale, più che compensato peraltro dai maggiori introiti dai servizi e dalle rimesse, nonché dal costante afflusso di capitali a lungo termine. Lo scorso anno però il saggio di incremento delle importazioni, unitamente al ristagno delle esportazioni e alla flessione delle entrate di capitali a lungo termine, ha prodotto nella bilancia dei pagamenti di base un saldo passivo di \$190 milioni; il 1964 al contrario si era chiuso con un saldo attivo di \$325 milioni.

Gli acquisti all'estero — secondo le risultanze delle statistiche doganali — sono cresciuti del 34%, raggiungendo il livello di \$3 miliardi; l'espansione si è verificata nel secondo trimestre ed è stata la conseguenza diretta della politica adottata dal governo intesa ad aumentare le importazioni, allo scopo di contenere il rialzo dei prezzi dei generi alimentari. In detto trimestre gli approvvigionamenti di derrate all'estero sono stati superiori del 70% rispetto al periodo corrispondente del 1964 e le importazioni totali del 45%. Il saggio di sviluppo, pur rimanendo estremamente elevato, si è alquanto attenuato nella seconda metà dell'anno, ed infatti le importazioni di generi alimentari sono aumentate del 50%, e quelle globali del 37% rispetto al livello dell'anno precedente.

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

Voci	1964	Anno	1965			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U.						
Merci (f.o.b.)						
Importazioni . . . . .	1.995	2.715	595	640	735	745
Esportazioni . . . . .	1.000	1.045	300	260	225	260
Saldo . . . . .	- 995	-1.670	- 295	- 380	- 510	- 485
Servizi . . . . .	+ 860	+ 980	+ 125	+ 200	+ 415	+ 240
Trasferimenti unilaterali <sup>2</sup> . . . .	+ 195	+ 300	+ 75	+ 80	+ 85	+ 60
Saldo delle partite correnti . . .	+ 60	- 390	- 95	- 100	- 10	- 185
Conto capitali a lungo termine . .	+ 285	+ 200	+ 70	+ 20	+ 50	+ 60
Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine . . .	+ 325	- 190	- 25	- 80	+ 40	- 125
Conto capitali a breve e errori e omissioni . . . . .	+ 40	+ 85	+ 20	+ 25	+ 30	+ 10
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . .	+ 365	- 105	- 5	- 55	+ 70	- 115

<sup>1</sup> Sulla base dei conti di cassa. <sup>2</sup> Principalmente rimesse di lavoratori.

Gli acquisti all'estero di manufatti sono cresciuti del 38% e quelli di beni strumentali del 27%, mentre la spinta esercitata dai maggiori redditi, congiuntamente con l'adozione di ulteriori misure di liberalizzazione, ha fatto salire del 50% le importazioni di altri manufatti, sicchè per la prima volta negli ultimi cinque anni tali importazioni hanno superato quelle di beni strumentali, la cui ascesa più lenta deve essere messa in relazione con la crisi dell'agricoltura e dell'industria tessile. In complesso, nel 1965, gli acquisti di manufatti hanno rappresentato il 58% del totale delle importazioni contro il 42% del 1961.

Le esportazioni, sempre in base alle statistiche doganali, sono lievemente diminuite, passando da \$955 a 945 milioni. Mentre le esportazioni di manufatti hanno segnato un aumento del 19%, quelle di prodotti agricoli, soprattutto di olio d'oliva, si sono ridotte sensibilmente.

Nel 1965 l'avanzo netto del conto servizi è salito da \$860 a 980 milioni: in confronto con quello di altri anni recenti si è trattato di un incremento piuttosto modesto. Gli introiti dai servizi sono passati da \$1.150 a 1.425 milioni, mentre gli esborsi sono aumentati di oltre il 50% e cioè da \$290 a 440 milioni. I trasferimenti unilaterali, principalmente rimesse di lavoratori, hanno subito un incremento da \$200 a 300 milioni, a causa tanto del maggior numero di lavoratori all'estero quanto dei più elevati guadagni. Il saldo delle partite correnti, di conseguenza, è passato da un avanzo di \$60 milioni ad un disavanzo di \$390 milioni. Nello stesso tempo gli introiti netti da capitali a lungo termine sono diminuiti da \$265 a 200 milioni. Sebbene i proventi derivanti dall'afflusso di capitali a breve e da partite non identificate siano aumentati da \$40 a 85 milioni, le riserve monetarie della Spagna hanno sofferto una perdita di \$105 milioni.

In *Grecia* il rapido aumento delle importazioni ha ampliato l'incremento del disavanzo della bilancia commerciale da \$575 a 700 milioni. Gli introiti da servizi e trasferimenti, che erano diminuiti nel 1964, sono nuovamente saliti lo scorso anno da \$375 a 435 milioni. Poichè il flusso netto di capitali non ha coperto il disavanzo delle partite correnti, le riserve ufficiali hanno subito una perdita di \$25 milioni.

Nel 1965 il disavanzo commerciale dell'*Islanda*, pari esattamente a \$8 milioni, è risultato inferiore a quello dell'anno precedente; le esportazioni sono progredite in maniera soddisfacente, mentre l'espansione delle importazioni è stata più moderata per i minori acquisti di naviglio da pesca e di aerei. Sebbene l'aumento degli introiti netti da servizi sia stato compensato dalla diminuzione delle importazioni di capitali, le riserve hanno realizzato un incremento, di \$7 milioni, alquanto superiore rispetto al 1964.

Le importazioni dell'*Irlanda* hanno continuato ad espandersi nel 1965, mentre le esportazioni sono rimaste stabili a causa soprattutto della contrazione delle vendite di bestiame. Nonostante i maggiori proventi dal turismo, il disavanzo delle partite correnti è salito da \$90 a 125 milioni. Il flusso netto di capitali, che nel 1964 era stato abbastanza cospicuo (\$105 milioni)

è sceso lo scorso anno a \$75 milioni e di conseguenza il saldo complessivo è passato da un modesto attivo ad un deficit di \$50 milioni: esso è stato finanziato con prelievi dalle riserve.

In *Turchia* l'evoluzione delle esportazioni è stata più rapida di quella delle importazioni e il disavanzo commerciale è alquanto diminuito. Inoltre i proventi netti dalle partite invisibili sono stati ampliati dalle maggiori rimesse dei lavoratori all'estero, e il disavanzo delle partite correnti è sceso da \$105 a 80 milioni, mentre la posizione delle riserve è migliorata di \$10 milioni, nonostante una riduzione di \$30 milioni nel flusso netto di capitali.

*Giappone.* Nel 1965 la recessione all'interno ha esercitato un'influenza dominante sull'andamento della bilancia dei pagamenti giapponese. La decelerazione della domanda ha attenuato l'aumento delle importazioni e, nello stesso tempo, ha agito come potente incentivo alle esportazioni. Difatti, il saggio di sviluppo degli acquisti all'estero, su base f.o.b., è caduto dal 14 al 2%, mentre le vendite hanno subito un incremento del 24%, portando l'avanzo commerciale da \$365 milioni del 1964 fino al livello senza precedenti di \$1.900 milioni. Per due terzi l'aumento delle esportazioni è stato determinato dalle vendite di macchinari, materiale da trasporto, metalli e manufatti metallici. L'espansione più ampia, pari al 35%, si è verificata nei confronti degli Stati Uniti e dell'Africa, ma anche le esportazioni verso l'Europa occidentale hanno progredito del 25%.

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

Voci	1964	1965		
		Anno	1° semestre 2° semestre	
milioni di dollari S.U.				
<b>Transazioni commerciali (f.o.b.)</b>				
Importazioni . . . . .	6.330	6.430	3.290	3.140
Esportazioni . . . . .	6.695	8.330	3.875	4.455
Saldo . . . . .	+ 365	+ 1.900	+ 585	+ 1.315
<b>Servizi (al netto)</b>				
Noll. . . . .	- 475	- 550	- 245	- 308
Interessi e dividendi . . . . .	- 195	- 190	- 100	- 90
Altri servizi <sup>2</sup> . . . . .	- 175	- 230	- 130	- 100
Totale . . . . .	- 845	- 970	- 475	- 495
Saldo delle partite correnti . . . . .	- 480	+ 930	+ 110	+ 820
Conto capitali a lungo termine . . . . .	+ 110	- 405	- 125	- 280
Saldo delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine . . . . .	- 370	+ 525	- 15	+ 540
Conto capitali a breve . . . . .	+ 250	- 65	+ 30	- 95
Errori e omissioni . . . . .	+ 10	- 50	+ 15	- 65
Totale complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . . . .	- 110	+ 410	+ 30	+ 380

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Compresi i trasferimenti.

Le spese più elevate per noli e i maggiori pagamenti per interessi e dividendi hanno costituito le principali cause dell'ulteriore incremento, da \$845 a 970 milioni, nel disavanzo delle partite invisibili, ciò che peraltro non ha impedito che il saldo delle partite correnti si sia spostato da un passivo di \$480 milioni ad un attivo di \$930 milioni.

In connessione con il rallentamento degli investimenti interni, l'afflusso netto di capitali a lungo termine del 1964 (\$110 milioni) è stato seguito nel 1965 da un deflusso di \$405 milioni. Nonostante questa uscita, l'avanzo della bilancia dei pagamenti di base, pari a \$525 milioni, è stato il maggiore fra tutti quelli realizzati in passato. A causa della situazione di liquidità dell'economia, una parte dell'avanzo è stata assorbita da uscite di capitali a breve, soprattutto sotto forma di crediti all'esportazione, e in tal modo la bilancia globale si è chiusa con un saldo attivo di \$410 milioni.

### **Politica commerciale.**

Modesti progressi sono stati compiuti nel 1965 nella cooperazione internazionale in materia di commercio. I disaccordi in seno alla CEE hanno ostacolato la prosecuzione dei negoziati Kennedy sulle tariffe doganali, mentre un crescente numero di accordi sul piano regionale e bilaterale stanno intaccando il principio del GATT della non discriminazione.

La rapida marcia verso una più intima integrazione economica fra i paesi della CEE ha subito una battuta di arresto alla fine del giugno 1965, quando il Consiglio ministeriale non si è trovato concorde sul finanziamento della politica agricola comune e sull'attribuzione di più estesi poteri al Parlamento europeo. Ciò nonostante le organizzazioni comuni dei mercati dei prodotti dell'agricoltura hanno continuato a funzionare e, dal 1° gennaio 1966, è entrata in vigore l'ulteriore riduzione del 10% delle tariffe all'interno della Comunità, approvata in precedenza. Tale misura ha ridotto i dazi doganali sui prodotti industriali al 20% del loro livello originario, e quelli sui prodotti agricoli, per i quali non esiste un'organizzazione comune dei mercati, al 40-45% del loro punto di partenza.

L'11 maggio 1966 è stato raggiunto un accordo per un nuovo abbassamento delle tariffe e per il finanziamento della politica agricola. Le tariffe all'interno della Comunità relative ai prodotti industriali verranno diminuite del 5% il 1° luglio 1967, mentre il rimanente 15% sarà abolito un anno dopo. Per quanto riguarda la politica agricola è stato deciso che, fra la metà del 1967 e la metà del 1968, dovranno essere creati mercati unificati per tutti i più importanti prodotti e che dalla metà del 1967 dovranno essere effettuati — attraverso il Fondo europeo di orientamento e garanzia — pagamenti intesi a compensare sia le esportazioni di prodotti agricoli a prezzi mondiali verso paesi terzi, sia il costo degli interventi destinati al sostegno del mercato interno.

Gli aggiustamenti della tariffa esterna comune della Comunità sono stati fissati, per il momento, ad un livello del 20% inferiore alla tariffa finale.

Nell'aprile 1966, il Consiglio ministeriale ha deciso che a partire dal 1° luglio questa riduzione del 20% verrà abolita per circa 1.200 voci che non sono soggette a riduzione lineare nel quadro dei negoziati Kennedy. Per quanto riguarda le relazioni della Comunità con l'esterno, è stato concluso nel luglio 1965 un accordo di associazione con la Nigeria, in base al quale le esportazioni di questo paese verso la CEE riceveranno lo stesso trattamento preferenziale di cui beneficiano quelle di diciotto paesi africani ai sensi della convenzione di Yaoundé. I negoziati con l'Austria in vista di un possibile collegamento con la CEE hanno avuto inizio nel marzo 1965, ma non sono stati ancora completati.

Le riduzioni tariffarie fra i paesi dell'EFTA procedono secondo le scadenze: il 1° gennaio 1966 i dazi doganali interni sono stati ridotti del 10%. L'abolizione del residuo 20% sui prodotti industriali è prevista per la fine del presente anno. Dal 1° gennaio 1967 i prodotti industriali non potranno godere simultaneamente dell'esenzione dalle tariffe doganali e della restituzione di alcune imposte indirette. Il 21 gennaio 1966 il governo del Regno Unito ha pertanto annunciato la propria intenzione di modificare le norme per la restituzione delle imposte sui prodotti esportati. Nel maggio 1966 il Cancelliere dello Scacchiere ha inoltre dichiarato che in novembre verrà abolito il dazio addizionale del 10% sulle importazioni.

Attualmente il GATT è composto di sessantasette parti contraenti, compresa la Svizzera che nell'aprile del 1966 ha assunto lo status di membro di pieno diritto. Durante la ventitreesima sessione del GATT, che ha avuto luogo nel marzo-aprile 1966, le parti contraenti hanno preso atto dell'accordo stipulato il 31 agosto 1965 fra l'Australia e la Nuova Zelanda per la costituzione di un'area di libero scambio, e di un accordo analogo concluso in dicembre tra il Regno Unito e l'Irlanda; quest'ultimo paese, comunque, non è membro del GATT. Nella stessa sessione l'Australia è stata dispensata dall'applicare la clausola della nazione più favorita, per consentirle di praticare tariffe preferenziali nei confronti dei paesi in via di sviluppo.

Per quanto riguarda i negoziati Kennedy, i paesi che vi partecipano hanno presentato, nel novembre 1964, le liste dei prodotti industriali che devono essere esclusi dalla proposta riduzione tariffaria lineare del 50%. Le discussioni in materia non hanno ancora portato a risultati concreti. I negoziati per i prodotti chimici e l'acciaio hanno avuto inizio nel maggio 1966; il maggior punto di contrasto consiste nelle stabilire se il calcolo delle tariffe degli Stati Uniti per i prodotti chimici debba essere effettuato sulla base del prezzo interno di vendita oppure sul valore dello stesso prodotto importato. Circa le derrate agricole, i cereali hanno formato oggetto di negoziati nel maggio 1965, mentre nel settembre tredici paesi — fra i quali però non figurano quelli della CEE — hanno depositato le concessioni che sono disposti a fare per i prodotti diversi dai cereali. Poichè in base alla legge per l'espansione del commercio i poteri del Presidente degli Stati Uniti per condurre negoziati sulle riduzioni tariffarie scadono alla metà del 1967, resta ormai poco tempo disponibile per raggiungere un accordo.

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

Nel campo della liquidità internazionale, l'aumento nel totale delle attività monetarie esterne dei paesi è rallentato e, nel 1965, è stato di \$0,9 miliardi, dopo un incremento di \$3,9 miliardi nel 1964. Le cause di questo meno rapido saggio di espansione sono diverse.

Anzitutto, il livello elevatissimo della domanda di oro non destinato alle riserve monetarie, che ha lasciato disponibile per le riserve ufficiali dei paesi del mondo occidentale un quantitativo di metallo pari soltanto a \$250 milioni; nel 1964 l'incremento era ammontato a \$0,9 miliardi. Nel 1965, le riserve auree degli Stati Uniti si sono ridotte di \$1,7 miliardi, mentre quelle dei paesi dell'Europa occidentale sono cresciute di \$1,9 miliardi.

Secondariamente, la riduzione nel deficit della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e la crescente tendenza delle autorità monetarie dei paesi creditori a convertire dollari in oro hanno limitato a soli \$0,6 miliardi l'aumento negli averi dei paesi in divise estere (comprese le obbligazioni del governo S.U. non negoziabili detenute da autorità monetarie estere), mentre nel 1964 l'incremento era stato di \$3,1 miliardi. Il principale fattore dell'espansione verificatasi nel 1965 in tale categoria di liquidità internazionale è stato un aumento di \$0,4 miliardi negli averi in dollari non ufficiali.

In terzo luogo, l'incremento nel totale di liquidità internazionale ha subito un rallentamento nella misura in cui i saldi passivi delle bilance dei pagamenti dei due paesi a moneta di riserva, ma soprattutto del Regno Unito, sono stati finanziati con prelievi effettuati dal F.M.I. Poiché le variazioni nella posizione globale dei paesi membri del Fondo vengono calcolate al netto, questo metodo di finanziamento dei saldi attivi e passivi nei conti con l'estero non ha alcun effetto sul totale statistico della liquidità internazionale.

Le principali variazioni, che nel 1965 si sono verificate nella liquidità internazionale considerata in base alla sua ripartizione fra i singoli paesi, sono state le seguenti: le posizioni degli Stati Uniti e del Regno Unito si sono deteriorate rispettivamente di \$1,2 e 0,3 miliardi, mentre quelle dei paesi continentali dell'Europa occidentale, nonché di altri paesi, sono migliorate rispettivamente di \$1,7 e 0,7 miliardi. Per il terzo anno consecutivo i paesi in via di sviluppo hanno accresciuto la loro liquidità internazionale: nel 1965 l'espansione è ammontata a circa \$1,1 miliardi, cioè ha superato approssimativamente di \$0,3 miliardi il livello del 1964.

I prelievi lordi effettuati sul F.M.I. hanno totalizzato \$2,4 miliardi, cioè poco meno che nel 1961, mentre quelli netti, per \$1,7 miliardi, rappresentano il livello più alto mai raggiunto. Nel 1965, la posizione netta



nel F.M.I. del Regno Unito è peggiorata di \$1,4 miliardi, mentre le posizioni nette F.M.I. e A.G.P. dei paesi continentali dell'Europa occidentale sono aumentate di \$1,1 miliardi. Le posizioni nel Fondo dei paesi in via di sviluppo, considerati come gruppo, non hanno praticamente subito alcuna variazione.

Nonostante la migliorata posizione del dollaro dopo l'introduzione del programma di restrizioni volontarie da parte degli Stati Uniti, la situazione sui mercati dell'oro e dei cambi è stata piuttosto instabile nei primi nove mesi del 1965. La sterlina si è trovata ripetutamente sottoposta a notevole pressione e la domanda di oro non destinato alle riserve monetarie è stata talvolta eccezionalmente vivace. Dopo la ripresa delle vendite russe di oro, avvenuta nell'agosto 1965, il prezzo di mercato del metallo è sceso, mentre l'annuncio all'inizio di settembre di nuove intese di sostegno fra banche centrali ha provocato un sensibilissimo miglioramento nella posizione della sterlina. Nei primi mesi del 1966, la situazione sul mercato dell'oro è stata relativamente calma, ma in maggio e nei primi giorni di giugno la sterlina si è trovata sottoposta ad una rinnovata pressione.

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

La produzione aurifera mondiale (esclusa quella dell'URSS, di altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) è salita da 39,9 milioni di once nel 1964 a 41 milioni di once nel 1965 (vedasi la tabella a pagina 36 della Parte I). Come di consueto, fattore dominante dell'andamento generale è stato il Sud Africa, la cui produzione è cresciuta da 29,1 a 30,5 milioni di once. E' un fatto degno di nota tuttavia che il saggio di espansione della produzione aurifera del Sud Africa abbia continuato a ridursi. Difatti, l'incremento di 1,4 milioni di once, realizzato nel 1965, va confrontato con gli importi corrispondenti di 2,6, 1,9 e 1,7 milioni di once rispettivamente negli anni 1962, 1963 e 1964. Fra gli altri paesi produttori più importanti, soltanto gli Stati Uniti hanno registrato un incremento, in quanto il metallo estratto è passato da 1,5 a 1,7 milioni di once in seguito all'apertura di una nuova miniera nel Nevada, che, si prevede, aumenterà la produzione americana di un terzo. Negli altri paesi del mondo occidentale la produzione aurifera ha continuato a declinare.

Nel 1965, l'espansione del 5% nella produzione aurifera del Sud Africa è stata conseguita con una riduzione delle forze lavorative di circa il 2%. La quantità di minerale lavorato è cresciuta di circa lo 0,5%, mentre il rendimento medio in oro è aumentato del 4,5%; questo risultato rispecchia soprattutto il crescente contributo delle miniere nuove più ricche al totale della produzione. Escludendo le miniere dalle quali viene estratto soprattutto uranio, il totale degli utili è cresciuto di poco meno dell'1,5%, l'aumento più modesto registrato dal 1953. Questo fatto è da ascrivere soprattutto ai minori profitti derivanti dall'uranio. La media degli utili per oncia di oro prodotto è in effetti diminuita di quasi il 4%.

Alla parità ufficiale con il dollaro, la produzione aurifera del 1965 è ammontata, in termini di valore, a \$1.435 milioni. Nel 1965, il totale delle vendite russe di metallo possono essere stimate a \$550 milioni, cioè hanno superato di \$100 milioni il livello del 1964. L'oro nuovo reso disponibile nel 1965 può pertanto essere calcolato in quasi \$2 miliardi; questo importo rappresenta un incremento di circa \$150 milioni rispetto a quello del 1964. Nonostante la situazione propizia dell'offerta, l'equilibrio fra domanda ed offerta è deteriorato sensibilmente. Per le ragioni esposte nelle pagine 37-40 della Parte I si può ritenere che l'assorbimento di oro non destinato alle riserve monetarie sia passato da \$1.120 a 1.585 milioni, cioè ad un livello che, per la prima volta dalla guerra, ha superato la produzione aurifera del mondo occidentale. Poichè gli acquisti della Cina hanno inoltre assorbito \$150 milioni, per le riserve auree ufficiali dei paesi occidentali è rimasto disponibile un quantitativo di oro pari soltanto a \$250 milioni.

Benchè la domanda non ufficiale di oro sia stata sostenuta durante tutto il 1965, essa è stata particolarmente forte nel primo e terzo trimestre. Infatti, le riserve auree ufficiali sono diminuite di \$250 milioni nel primo trimestre, ma hanno recuperato \$215 milioni nel secondo trimestre. La ripresa delle vendite russe ha evitato una nuova flessione nel terzo trimestre, rappresentando il fattore più importante dell'aumento di \$300 milioni nelle riserve auree ufficiali, che si è verificato nel quarto trimestre.

Volgendoci ad esaminare gli avvenimenti verificatisi nel 1965 sul mercato dell'oro di Londra, l'anno è incominciato sotto auspici piuttosto sfavorevoli. La crisi della sterlina sembrava avere superato il punto critico, ma perdurava l'incertezza. Il sensibile deterioramento registrato dalla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti nella seconda metà del 1964 aveva accresciuto il disagio circa il dollaro. E questi dubbi sono stati aggravati dalla decisione francese, che ha avuto vasta risonanza, di convertire in oro una parte delle riserve valutarie del paese e da dichiarazioni ufficiali in favore di un ritorno alla base aurea. In queste circostanze, le assicurazioni degli Stati Uniti che l'attuale parità del dollaro con l'oro sarebbe stata mantenuta, l'azione intrapresa per abolire la copertura statutaria in oro dei depositi del Sistema della Riserva federale e l'annuncio del programma di restrizioni volontarie per riequilibrare la bilancia dei pagamenti, hanno potuto far poco per dissipare il nervosismo.

Sul mercato dell'oro di Londra l'anno si è aperto con un prezzo, al momento della "determinazione", di circa \$35,12. In seguito ai cospicui acquisti privati, la quotazione ha incominciato a salire in febbraio. Gli acquisti cinesi e la domanda delle banche centrali non facenti parte del Consorzio dell'oro hanno intensificato la tensione esistente sul mercato e malgrado le vendite del Consorzio, all'inizio di marzo il prezzo, al momento della "determinazione", ha raggiunto una punta di \$35,17.

Le condizioni sono andate migliorando nella seconda metà di aprile. Le quotazioni si sono ridotte a circa \$35,10, aggirandosi su questo livello fino alla metà di luglio. Durante la seconda metà di questo mese, la domanda



della Cina ha tuttavia provocato un nuovo rialzo delle quotazioni. La situazione del Vietnam e le continue difficoltà della sterlina hanno accelerato il movimento ascendente e, il 6 agosto, il prezzo, al momento della "determinazione", ha raggiunto \$35,19<sup>3/8</sup>, massimo dell'anno. La previsione di ulteriori vendite di oro russo ha peraltro ben presto alleviato la tensione, facendo cadere le quotazioni a \$35,11 nella seconda metà di agosto. In seguito all'inizio delle ostilità fra India e Pakistan, la domanda è stata di nuovo sostenuta per la maggior parte di settembre.

Successivamente, le vendite di oro russo su vasta scala e il miglioramento nella posizione della sterlina hanno avuto come conseguenza un ribasso nelle quotazioni dell'oro. Il prezzo, al momento della "determinazione", che per un certo tempo verso fine settembre era stato superiore a \$35,16, è caduto al disotto di \$35,09 ad un momento determinato in ottobre. Però, sotto la pressione di una forte e persistente domanda, il prezzo ha ricominciato a salire verso fine ottobre e ha toccato un nuovo massimo di oltre \$35,17<sup>1/2</sup> all'inizio di febbraio del 1966. La tendenza si è poi invertita e le quotazioni sono scese gradualmente a \$35,11 ai primi di maggio.

#### **Liquidità internazionale.**

La tabella seguente riporta le principali variazioni che si sono verificate nella liquidità internazionale dei paesi durante il 1965. In altri termini, essa presenta i movimenti nelle riserve auree, negli averi ufficiali e privati in valute (escluse le corrispondenti passività dei centri di riserva) e nelle posizioni nette F. M. I. e A. G. P. Calcolato su queste basi, nel 1965 il totale statistico della liquidità internazionale è cresciuto di \$0,9 miliardi in con-

Liquidità internazionale dei paesi.

Detentori	Anni e fine d'anno	Oro	Dollari S.U. <sup>1</sup>	Obbligazioni gov. S.U. non negoziabili <sup>2</sup>	Sterline	Altre valute <sup>3</sup>	Totale	Posizioni nette F.M.I. più A.G.P. <sup>4</sup>	Totale generale
Stati Uniti . . . . .	1964, variazione	- 0,1			+ 0,2	- 0,0	+ 0,0	- 0,3	- 0,2
	1965, variazione	- 1,7			+ 0,4	- 0,0	- 1,3	+ 0,1	- 1,2
	<i>Fine 1965, totale</i>	13,8			0,8	0,1	14,8	0,9 <sup>5</sup>	15,6
Regno Unito . . . . .	1964, variazione	- 0,3	+ 0,5				+ 0,1	- 1,0	- 0,9
	1965, variazione	+ 0,1	+ 1,0				+ 1,1	- 1,4	- 0,3
	<i>Fine 1965, totale</i>	2,3	3,3				+ 5,5	- 1,9	3,6
Paesi continentali dell'Europa occidentale <sup>6</sup>	1964, variazione	+ 1,2	+ 1,0	+ 0,3	+ 0,1		+ 2,6	+ 0,7	+ 3,3
	1965, variazione	+ 1,8	- 1,5	+ 0,3	- 0,0		+ 0,6	+ 1,1	+ 1,7
	<i>Fine 1965, totale</i>	20,2	9,1	1,4	1,8		32,6	3,6	36,1
Totale . . . . .	1964, variazione	+ 0,7	+ 1,4	+ 0,3	+ 0,3	- 0,0	+ 2,8	- 0,5	+ 2,3
	1965, variazione	+ 0,3	- 0,5	+ 0,3	+ 0,4	- 0,0	+ 0,3	- 0,2	+ 0,2
	<i>Fine 1965, totale</i>	36,3	12,4	1,4	2,7	0,1	52,9	2,5	55,4
Altri paesi . . . . .	1964, variazione	+ 0,2	+ 1,1	-	+ 0,1	- 0,1	+ 1,2	+ 0,4	+ 1,6
	1965, variazione	+ 0,0	+ 0,8	-	- 0,2	-	+ 0,6	+ 0,2	+ 0,7
	<i>Fine 1965, totale</i>	4,9	13,2	0,1	9,1	0,4	27,8	0,2	28,0
Totale generale . . .	1964, variazione	+ 0,9	+ 2,5	+ 0,3	+ 0,4	- 0,1	+ 4,0	- 0,2	+ 3,9
	1965, variazione	+ 0,3	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,1	- 0,0	+ 0,9	+ 0,0	+ 0,9
	<i>Fine 1965, totale</i>	41,2	25,6	1,5	11,8	0,5	80,7	2,7	83,4
Totale generale, detentori ufficiali .	1964, variazione	+ 0,9	+ 0,7 <sup>7</sup>	+ 0,3	+ 0,3	- 0,1	+ 2,1	+ 0,2	+ 1,9
	1965, variazione	+ 0,3	+ 0,2 <sup>7</sup>	+ 0,3	- 0,1	- 0,0	+ 0,2	+ 0,0	+ 0,2
	<i>Fine 1965, totale</i>	41,2	14,2 <sup>7</sup>	1,5	6,7	0,5	64,1	2,7	66,9

<sup>1</sup> Averi esteri in dollari a breve e titoli negoziabili del governo S.U. con scadenza iniziale di più di un anno. <sup>2</sup> Titoli non negoziabili a medio termine del governo S.U., esclusi quelli emessi per il governo del Canada in relazione alle operazioni effettuate in conformità del Trattato per il fiume Columbia. <sup>3</sup> Averi ufficiali degli Stati Uniti in valute convertibili, esclusi saldi in sterline, e saldi ufficiali in franchi dell'area del franco francese. <sup>4</sup> Compresi i pagamenti in oro effettuati al Fondo in previsione degli incrementi delle quote. <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> Compresi la BRI e il Fondo europeo. <sup>7</sup> Questi dati sono stati ricavati da fonti S.U. Poiché alcuni saldi ufficiali esteri in dollari sono detenuti presso banche commerciali situate fuori degli Stati Uniti, essi sono riportati come appartenenti a detentori non ufficiali. Nota: La somma dei dati parziali può non corrispondere ai totali a causa dell'arrotondamento.

fronto di un incremento di \$3,9 miliardi nel 1964. Considerando le attività ufficiali, da sole, l'aumento è stato di \$0,2 miliardi contro \$1,9 miliardi l'anno precedente.

Il principale fattore della variazione, che si è prodotta da un anno all'altro, va ricercato nel minore aumento delle riserve auree e degli averi in dollari. Congiuntamente, queste due voci erano cresciute di \$3,4 miliardi nel 1964, mentre l'importo corrispondente per il 1965 è stato soltanto di \$0,5 miliardi. Per quanto riguarda le riserve auree, il modestissimo incremento registrato nel 1965 è da ascrivere alla domanda di oro non destinato alle riserve monetarie, che è stata assai più elevata. Nel caso degli averi in dollari, le cause più importanti sono state la riduzione nel deficit della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e le conversioni di riserve di dollari in oro.

Sebbene sia un fatto statistico che, nel 1965, la liquidità globale è aumentata assai meno dell'anno precedente, questo non significa che vi sia

stata scarsità di risorse liquide per finanziare i saldi attivi e passivi dei conti con l'estero. In effetti, è avvenuto che la liquidità è stata messa a disposizione in misura assai più ampia di prima attraverso il F.M.I. Si tratta, però, di un sistema che non fa aumentare il totale dell'importo, in termini statistici, poichè le attività acquistate da paesi creditori risultano controbilanciate da passività a termine più o meno fisso dei paesi debitori. Nel 1965 non si è pertanto registrata alcuna variazione nel totale delle posizioni nette F.M.I. e A.G.P. dei paesi membri del Fondo; ma le posizioni degli Stati Uniti e del Regno Unito sono complessivamente diminuite di \$1,3 miliardi, mentre quelle di altri paesi membri del Fondo sono migliorate in misura corrispondente.

#### Fondo monetario internazionale.

Dato il modesto incremento degli averi mondiali in oro e valute, nel 1965 le operazioni del F.M.I. hanno avuto una particolare importanza per il funzionamento del sistema monetario. I prelievi lordi sono ammontati a \$2.434 milioni, rimanendo soltanto di poco inferiori a quelli effettuati nel 1961; i prelievi netti hanno, invece, raggiunto il livello senza precedenti di \$1.732 milioni. Queste operazioni hanno fornito crediti a paesi le cui bilance dei pagamenti si trovavano in difficoltà, contribuendo, inoltre, a far aumentare sensibilmente le attività monetarie estere dei paesi creditori. Questo contributo, di \$1,7 miliardi, era rappresentato da un aumento per \$1,2 miliardi nei diritti di prelievo dalla "tranche" in oro e per \$0,5 miliardi nelle posizioni creditorie relative agli Accordi generali di prestito.

Le ragioni principali dell'intensa attività svolta dal Fondo nel 1965 sono due: le difficoltà nelle bilance dei pagamenti dei due paesi a moneta di riserva e l'incessante fabbisogno dei paesi in via di sviluppo.

Nella storia del Fondo, l'importo di \$1.400 milioni prelevato dal Regno Unito nel maggio 1965 è stato superato soltanto una volta; gli averi in sterline del Fondo sono così saliti al 198% della quota britannica.

Transazioni valutarie del Fondo nel 1965.

Paesi o aree	Prelievi	Riacquisti	Prelievi netti
	milioni di dollari S.U.		
Stati Uniti . . . . .	435	282	153
Regno Unito . . . . .	1.400	30	1.370
Altri paesi europei . . . . .	50	30	20
Nuova Zelanda . . . . .	62	—	62
Paesi in via di sviluppo . . . . .	487	360	127
<i>Argentina</i> . . . . .	—	44	— 44
<i>Brasile</i> . . . . .	75	55	20
<i>Cile</i> . . . . .	36	37	— 1
<i>India</i> . . . . .	200	75	125
<i>Indonesia</i> . . . . .	—	39	— 39
<i>Pakistan</i> . . . . .	54	—	54
<b>Totale . . . . .</b>	<b>2.434</b>	<b>702</b>	<b>1.732</b>

Gli Stati Uniti hanno effettuato tre prelievi durante l'anno. In marzo e settembre si sono avuti ulteriori prelievi "tecnici", i cui proventi sono stati ceduti ad altri paesi membri desiderosi di rimborsare i propri prelievi. In luglio sono stati, inoltre, prelevati \$300 milioni per assorbire dollari detenuti da autorità monetarie estere (parte in base a operazioni di riporto). A causa dei prelievi di dollari dal Fondo, nel 1965 l'incremento netto degli averi in dollari del Fondo è ammontato soltanto a \$165 milioni, lasciando, a fine anno, una posizione in "tranche" d'oro non utilizzata di circa \$600 milioni.

Fra gli altri paesi sviluppati, la Nuova Zelanda ha prelevato \$62 milioni e la Jugoslavia \$50 milioni; quest'ultimo prelievo è stato effettuato da un credito di \$80 milioni concesso, su base "stand-by", a sostegno di un ampio programma di riforma economica e dei cambi.

Gli eventi del 1965 sottolineano anche l'importanza del F.M.I. per i paesi in via di sviluppo. I loro prelievi lordi sono ammontati a \$487 milioni; da quando è stato istituito il Fondo, questo importo è stato superato soltanto una volta. Tuttavia, data la natura relativamente a breve di questi crediti, il ricorso netto alle risorse del Fondo è ammontato soltanto a \$127 milioni. A venti paesi in via di sviluppo sono state concesse nuove facilitazioni, su base "stand-by", per \$646 milioni; di questo importo, a fine anno erano ancora disponibili \$250 milioni. Finora è stata, invece, scarsamente utilizzata la facilitazione che il Fondo mette a disposizione per i finanziamenti compensatori. Ciò è dovuto, in parte, all'andamento favorevole dei prezzi dei prodotti base; si stanno, tuttavia, compiendo studi per migliorarne l'applicazione.

I paesi, fra quelli in via di sviluppo, che, nel 1965, hanno usufruito in maggior misura dell'assistenza del Fondo sono l'India e il Pakistan con prelievi netti per rispettivamente \$125 e 54 milioni. Brasile e Cile hanno rimborsato prelievi precedentemente effettuati e hanno prelevato ulteriori importi, mentre Argentina e Indonesia hanno eseguito cospicui rimborsi netti; quest'ultimo paese si è ritirato dal Fondo nell'agosto 1965.

Poichè, per il secondo anno consecutivo, le operazioni del Fondo sono state dominate dalle richieste di credito da parte dei due paesi membri che hanno sottoscritto le maggiori quote, nel 1965 le risorse utilizzabili del Fondo in oro e valute si sono di nuovo sensibilmente ridotte. Alla formazione del prelievo britannico hanno concorso per due terzi attività in valute fuori quota: \$400 milioni sono stati raccolti con vendite di oro e \$525 milioni mediante ulteriore ricorso agli Accordi generali di prestito. Ciò nonostante nel 1965 gli averi del Fondo in valute utilizzabili (esclusi dollari e sterline) sono passati dal 43 al 24% delle quote di questi paesi. Gli averi in scellini austriaci e marchi tedeschi sono rimasti al disotto del 10% delle quote di questi paesi. Gli averi in lire e pesetas sono scesi sotto questo livello e gli averi in franchi francesi si sono ridotti al 18% della quota della Francia. Le principali valute prelevate durante l'anno sono state le seguenti (al netto): lire per \$435 milioni, franchi francesi per \$358 milioni, marchi tedeschi per \$296 milioni e dollari S.U. per \$282 milioni. I prelievi netti di franchi

Averi del Fondo nelle valute di determinati paesi membri.

Valute di	1958	1960	1962	1963	1964	1965	Averi del Fondo marzo 1966
	dati di fine anno, in percento delle quote dei paesi membri						milioni di dollari S.U.
Austria . . . . .	75	75	65	50	3	4	78
Belgio . . . . .	75	75	61	59	49	29	82
Canada . . . . .	70	72	125	111	67	45	221
Francia . . . . .	150	74	44	43	34	18	137
Germania . . . . .	55	61	34	30	7	7	35
Giappone . . . . .	75	75	64	64	60	58	459
Italia . . . . .	—	75	25	16	72	4	107
Paesi Bassi . . . . .	75	71	51	51	45	32	118
Regno Unito . . . . .	124	75	74	75	126	198	4.329
Spagna . . . . .	—	118	75	64	29	6	84
Stati Uniti . . . . .	29	62	74	75	81	65	4.431
Svezia . . . . .	75	75	68	65	52	27	91

belgi, dollari canadesi e fiorini olandesi hanno notevolmente superato \$100 milioni per ciascuna valuta.

In seguito all'assottigliamento della liquidità del Fondo, è stato di capitale importanza che gli Accordi generali di prestito siano stati prorogati per altri quattro anni, con decorrenza dall'ottobre 1966 e che l'incremento delle quote nel Fondo, concordato all'assemblea generale del 1964 e successivamente stabilito dal Consiglio degli amministratori esecutivi nel 25% (maggiori aumenti essendo stati approvati per sedici paesi membri), sia entrato in vigore il 26 febbraio 1966. Gli aumenti portano il totale di tutte le quote da \$16 a circa 21 miliardi.

Nel primo trimestre 1966, il totale dei prelievi netti effettuati presso il Fondo è ammontato a \$226 milioni. Gli Stati Uniti hanno prelevato \$160 milioni in dollari canadesi e il Regno Unito marchi tedeschi per \$122 milioni. Il prelievo britannico, il cui ammontare corrisponde all'aumento nella sua quota sottoscritta in oro presso il Fondo, è stato utilizzato per acquistare oro dalla Bundesbank. Nello stesso tempo, il Fondo ha ceduto \$130 milioni di oro alla Germania contro marchi tedeschi. Durante il trimestre, altri paesi membri del Fondo hanno rimborsato un importo netto di \$56 milioni.

**Riserve auree.**

Siccome, nel 1965, le riserve auree ufficiali di paesi (esclusi URSS, altri paesi dell'Europa orientale, Cina e Corea del Nord) e istituzioni internazionali sono cresciute di \$250 milioni, alla fine dell'anno esse hanno raggiunto il totale di \$43,3 miliardi. Questo incremento è stato il più modesto registrato dal 1952. La ripartizione degli averi in oro ha subito un amplissimo spostamento, dagli Stati Uniti, le cui riserve auree si sono ridotte di \$1.665 milioni, all'Europa occidentale, dove sono aumentate di \$1.945 milioni.

La contrazione di \$1.547 milioni nelle riserve auree americane è dovuta a vendite e trasferimenti a istituzioni monetarie estere e il rimanente importo di \$118 milioni, a vendite per usi all'interno. Quest'ultimo ammontare costituisce, approssimativamente, due volte il valore della produzione aurea americana dell'anno. Gli Stati Uniti hanno ceduto oro per un importo netto di \$1.299 milioni all'Europa occidentale (di cui \$884 milioni alla Francia) e trasferito un ammontare netto di \$225 milioni al F.M.I. La principale transazione con il Fondo è consistita in un versamento di \$259 milioni relativo alla "tranche" in oro dell'aumento della quota americana nel Fondo. D'altra parte il Fondo ha effettuato un deposito di oro, per \$34 milioni, presso il Tesoro S.U. allo scopo di attenuare le ripercussioni sulle riserve auree americane degli acquisti compiuti da altri paesi per pagare le sottoscrizioni in oro al Fondo.

L'incremento di \$1.945 milioni nelle riserve auree dell'Europa occidentale è risultato largamente diffuso, e numerosi paesi hanno potuto aumentare i propri averi in misura cospicua. In questo gruppo di paesi, la Francia, alle cui riserve sono affluiti \$977 milioni, ha contribuito per una metà all'espansione globale. Subito dopo vengono le riserve auree della Banca

Riserve mondiali di oro.

Paesi o aree	Variazioni nel		Consistenza a fine 1965
	1964	1965	
	milioni di dollari S.U.		
Stati Uniti . . . . .	- 125	- 1.665	13.806
Europa occidentale . . . . .	+ 830	+ 1.945	22.464
Austria . . . . .	+ 64	+ 100	700
Belgio-Lussemburgo . . . . .	+ 80	+ 107	1.558
Francia . . . . .	+ 554	+ 977	4.706
Germania . . . . .	+ 405	+ 162	4.410
Italia . . . . .	- 236	+ 297	2.404
Paesi Bassi . . . . .	+ 87	+ 68	1.756
Portogallo . . . . .	+ 26	+ 53	576
Regno Unito . . . . .	- 348	+ 129	2.265
Spagna . . . . .	+ 43	+ 194	810
Svizzera . . . . .	- 95	+ 317	3.042
Banca dei Regolamenti Internazionali . . . . .	+ 229	- 508	-558
Altri <sup>1</sup> . . . . .	+ 21	+ 49	795
Canada . . . . .	+ 209	+ 125	1.151
America latina . . . . .	- 35	- 80	1.054
Brasile . . . . .	- 58	- 29	63
Altri paesi . . . . .	+ 23	- 51	991
Asia . . . . .	+ 77	+ 76	1.716
Africa . . . . .	- 85	- 111	718
Sud Africa . . . . .	- 56	- 149	425
Altri paesi . . . . .	- 29	+ 38	293
Altri paesi <sup>2</sup> . . . . .	+ 16	- 4	249
Fondo Monetario Internazionale . . . . .	- 133	- 41 <sup>3</sup>	2.138 <sup>3</sup>
Altre istituzioni internazionali . . . . .	- 1	+ 1	9
Totale <sup>1</sup> . . . . .	+ 753	+ 246	43.305

<sup>1</sup> Compreso l'oro che deve essere ripartito dalla Commissione tripartita per la restituzione dell'oro monetario e quello del Fondo europeo. <sup>2</sup> Escluse URSS, Europa orientale, Cina e Corea del Nord. <sup>3</sup> Inclusi pagamenti al F.M.I. per \$313 milioni effettuati per sottoscrizioni in oro, meno \$44 milioni di oro depositato dal Fondo negli Stati Uniti e nel Regno Unito.



nazionale svizzera con un aumento di \$317 milioni, che è stato tuttavia più che compensato dai riporti in oro per \$380 milioni effettuati, a fine anno, con la BRI, per cui, dal gennaio 1965 al gennaio 1966, le riserve auree della Banca nazionale si sono ridotte di \$41 milioni. A queste operazioni di fine anno va pertanto anche attribuita la maggior parte della riduzione di \$508 milioni che la BRI ha registrato durante il 1965 nella sua posizione in oro a pronti. Il paese dell'Europa occidentale che occupa il terzo posto per l'importanza dell'aumento nelle proprie riserve auree è l'Italia con \$297 milioni; gran parte di esso è dovuto ad un trasferimento all'Ufficio italiano dei cambi di oro proveniente da paesi dell'Europa orientale precedentemente detenuto da banche commerciali italiane come garanzia per crediti concessi a tali paesi. L'Europa occidentale nel suo complesso ha acquistato oro per \$1.299 milioni dal Tesoro americano e per \$350 milioni dal F.M.I.; la massima parte della rimanenza è da imputare alla già menzionata operazione effettuata dall'Italia.

Nelle altre parti del mondo, la più importante variazione si è verificata nel Sud Africa, paese nel quale gli averi in oro della Banca di Riserva sono diminuiti di \$149 milioni. Effettivamente, le riserve auree del Sud Africa si sono ridotte di \$232 milioni durante i primi nove mesi dell'anno mentre la bilancia dei pagamenti era passiva, e poi sono cresciute di \$83 milioni nell'ultimo trimestre. Le riserve auree del Canada sono aumentate, per il terzo anno consecutivo, di \$125 milioni e quelle dei paesi asiatici di \$76 milioni; gli averi dei paesi dell'America latina hanno, invece, sopportato una perdita di \$80 milioni.

Dalla tabella si può rilevare che, nel 1965, le riserve auree del F.M.I. si sono contratte di \$41 milioni. Le riserve utilizzabili del Fondo si sono tuttavia ridotte di \$310 milioni, dato che le vendite di oro contro valute sono ammontate a \$400 milioni. In connessione con l'aumento delle quote, nel 1965 il Fondo ha ricevuto pagamenti ammontanti a \$313 milioni per le sottoscrizioni in oro da parte di paesi membri. Inoltre, di questo importo, \$44 milioni sono stati depositati dal Fondo negli Stati Uniti e nel Regno Unito, allo scopo di attenuare le perdite di oro sofferte da questi paesi per i pagamenti effettuati da altri paesi membri in seguito alla sottoscrizione in oro. Soltanto nel febbraio 1966, quando è entrato in vigore l'aumento delle quote, l'oro versato per l'aumento delle quote è entrato a far parte integrante delle riserve auree utilizzabili dal Fondo, ad eccezione dell'aliquota di metallo depositato nei due paesi a moneta di riserva.

Sebbene non si disponga ancora di dati completi, sembra che nel primo trimestre del 1966 le riserve auree mondiali siano aumentate. Nonostante gli acquisti di oro dal Canada per \$100 milioni ed ulteriori depositi per \$131 milioni eseguiti dal F.M.I. allo scopo di attenuare gli effetti delle vendite di metallo causate dalle sottoscrizioni in oro da parte di altri paesi membri del Fondo, le riserve auree degli Stati Uniti hanno registrato una flessione di \$68 milioni. Gli averi in oro dei paesi europei non hanno praticamente subito alcuna variazione durante il trimestre. In seguito, in ampia misura, all'inversione delle operazioni di fine anno fra la Banca nazionale

svizzera e la BRI, le riserve auree dei paesi dell'Europa occidentale si sono ridotte di circa \$500 milioni, mentre la posizione in oro a pronti della BRI è migliorata di \$528 milioni. Gli averi in oro del Sud Africa sono aumentati di \$95 milioni e quelli del Canada si sono contratti di \$65 milioni a causa delle vendite effettuate agli Stati Uniti.

Durante tale trimestre le riserve auree del F.M.I. sono cresciute di \$220 milioni. Gli introiti derivanti da sottoscrizioni in oro sono ammontati a \$813 milioni, compresi quelli versati prima che nel febbraio 1966 entrasse in vigore l'aumento delle quote. Tuttavia, un importo di \$269 milioni era già stato versato nel 1965, oro per \$198 milioni è stato depositato dal Fondo negli Stati Uniti e nel Regno Unito e alla Germania è stato venduto oro per un importo di \$130 milioni.

#### **Averi in valute.**

Nel 1965, gli averi in valute dei paesi - i cui tre componenti principali sono dollari S.U., obbligazioni non negoziabili del governo americano e sterline - sono cresciuti di \$0,6 miliardi contro \$3,1 miliardi nell'anno precedente. L'intera variazione è stata praticamente registrata nel componente rappresentato da dollari. Si è fatto già riferimento ai fattori che hanno rallentato in misura così sensibile l'incremento negli averi in dollari dei paesi esteri. Gli effetti di uno dei più importanti di essi, cioè delle misure adottate per riequilibrare la bilancia dei pagamenti americana, possono chiaramente essere desunti dai dati relativi ai prestiti a breve concessi da banche americane a non residenti. Dopo essere aumentati di \$1,5 miliardi nel 1964, lo scorso anno la loro consistenza si è ridotta di \$0,3 miliardi.

Nel 1965, i saldi in dollari dei paesi (trascurando, per il momento, i loro averi in obbligazioni non negoziabili del governo americano, la maggior parte delle quali non è stilata in dollari) sono quindi cresciuti soltanto di \$245 milioni; i saldi ufficiali sono effettivamente diminuiti di \$175 milioni, mentre gli averi privati sono saliti di \$420 milioni. Il fatto che questi ultimi abbiano continuato ad aumentare, nonostante la riduzione dei prestiti concessi dalle banche americane, è in gran parte dovuto agli ingenti importi di dollari che l'Ufficio italiano dei cambi ha, durante l'anno, trasferito alle banche commerciali italiane.

Circa la ripartizione geografica dei movimenti nei saldi in dollari registrati nel 1965, si osserva che quelli dell'Europa occidentale si sono ridotti di \$535 milioni. I saldi dei paesi continentali hanno subito una perdita di \$1.505 milioni soprattutto quale contropartita delle loro migliorate posizioni nel F.M.I., mentre i saldi detenuti dal Regno Unito sono aumentati di \$970 milioni. Una parte di questo incremento è stata, a sua volta, la contropartita della riduzione negli averi dei paesi continentali e, una parte, è costituita dalla conversione in forma liquida di titoli stilati in dollari detenuti dal Tesoro britannico.

**Variazioni nei saldi in dollari detenuti da paesi nel 1965.**

Paese o area	Saldi ufficiali	Saldi privati	Totale
	milioni di dollari S. U.		
Europa occidentale*	- 735	+ 200	- 535
Canada	- 80	- 345	- 425
America latina	+ 260	+ 225	+ 485
Asia	+ 280	+ 315	+ 595
Africa	+ 35	+ 10	+ 45
Altri paesi	+ 65	+ 15	+ 80
<b>Totale</b>	<b>- 175</b>	<b>+ 420</b>	<b>+ 245</b>

\* Compresi la BRI e il Fondo europeo.

Nel 1965, i saldi in dollari S.U. detenuti dal Canada hanno registrato una flessione di \$425 milioni avvenuta dopo l'introduzione del programma americano di restrizioni volontarie.

Nelle altre parti del mondo, i paesi hanno continuato ad aumentare i loro saldi in dollari. I saldi delle repubbliche dell'America latina sono cresciuti di \$485 milioni; gli incrementi sono stati assai diffusi in quest'area: i maggiori importi sono affluiti ad Argentina e Brasile. I saldi in dollari dei paesi asiatici sono saliti di \$595 milioni, circa il 40% dei quali è da ascrivere al Giappone, mentre Arabia Saudita, Thailandia e Filippine hanno incassato la maggior parte della rimanenza. Nel gruppo degli "Altri paesi", i saldi dell'Australia hanno subito un incremento di \$80 milioni.

Le emissioni nette di obbligazioni non negoziabili del Tesoro americano sono cresciute, come nel 1964, di \$0,3 miliardi. Nel 1965, l'intero incremento è stato assorbito dall'Italia con operazioni che sono state descritte a pagina 27.

Nel 1965, i saldi lordi in sterline dei paesi hanno presentato un aumento di \$125 milioni. Tenuto conto, però, di un accrescimento di \$190 milioni derivante dall'assistenza estera prestata al Regno Unito, tali saldi si sono ridotti di circa \$60 milioni. Nonostante l'incremento nei saldi dovuto all'"assistenza", durante l'anno il totale dei saldi ufficiali in sterline è diminuito di \$100 milioni. La causa di questa contrazione è da attribuire al fatto che il resto dell'area della sterlina ha registrato una decurtazione nei suoi saldi ufficiali, che detiene a Londra, di \$395 milioni. I saldi appartenenti a privati, per la maggior parte in paesi dell'area della sterlina, sono cresciuti di \$225 milioni.

Come nel 1964, anche lo scorso anno si sono verificate notevoli fluttuazioni nei saldi in sterline. Per quanto riguarda i paesi appartenenti all'area della sterlina, esse sono da ricollegare soprattutto a variazioni nelle bilance dei pagamenti. Nei primi nove mesi, i saldi di questa area hanno subito una flessione di \$520 milioni, per poi accrescersi di \$285 milioni nell'ultimo trimestre. Al netto delle passività in sterline di questi paesi, la riduzione registrata nel periodo gennaio-settembre è ammontata a \$445 milioni e il susseguente aumento a \$180 milioni.

Se si escludono gli effetti prodotti dall'assistenza, i saldi in sterline di paesi non appartenenti all'area di questa moneta sono diminuiti soltanto di \$25 milioni, su base lorda, mentre, su base netta, essi si sono ridotti di \$75 milioni. Ma siccome la crisi di fiducia nella sterlina è terminata quasi un mese prima della fine del terzo trimestre, dai dati non è possibile rilevare quale ampiezza abbia assunto, dal gennaio all'agosto, il deflusso di sterline. Nell'ultimo trimestre del 1965, i predetti paesi hanno accresciuto i loro saldi, detenuti a Londra, di \$200 milioni, di cui \$40 milioni hanno trovato una contropartita in maggiori crediti britannici verso tali paesi. A fine 1965, i saldi lordi detenuti a Londra da paesi non appartenenti all'area della sterlina erano di circa \$225 milioni al disotto del livello del giugno 1964, appena prima dell'inizio della crisi. I saldi dei paesi dell'area della sterlina erano inferiori di \$520 milioni.

#### **Movimenti monetari in Europa.**

Nel 1965, i paesi dell'Europa occidentale considerati complessivamente hanno presentato ancora una volta un notevole saldo attivo nella bilancia dei pagamenti. Le variazioni delle loro posizioni monetarie verso l'estero, che ne hanno costituito la contropartita, sono state, sotto molti aspetti, del tutto difformi da quelle del 1964. In primo luogo, una notevole parte della eccedenza è derivata dalla riduzione dell'indebitamento netto verso l'estero delle banche commerciali e ciò è confermato dalle statistiche disponibili (le cui principali lacune derivano dalla mancanza di dati relativi alle banche svizzere e dal fatto che le statistiche britanniche sono limitate alle posizioni valutarie estere delle banche); esse indicano che, nel 1965, le passività nette verso l'estero delle banche commerciali di quindici paesi dell'Europa occidentale sono diminuite di \$1 miliardo, mentre nell'anno precedente avevano registrato un aumento di \$380 milioni. Inoltre, e ciò deriva dal capovolgimento nella posizione delle banche, il finanziamento ufficiale del saldo attivo ha avuto nel 1965 un'importanza minore, tanto in termini assoluti quanto in termini relativi. Durante l'anno, le attività monetarie ufficiali nette di diciotto paesi dell'Europa occidentale sono cresciute di \$775 milioni contro \$1.640 milioni nel 1964. Infine, è stata assai diversa la fisionomia del finanziamento ufficiale. Durante il 1964, esso ha assunto per la maggior parte la forma di un incremento di \$1.355 negli averi ufficiali in divise; nel 1965 per contro, questi sono diminuiti di \$1.440 milioni, mentre le riserve auree sono aumentate di \$2.440 milioni.

Il contrasto fra il 1964 e il 1965 nell'andamento assunto dai movimenti monetari ufficiali nei paesi dell'Europa occidentale appare con maggiore evidenza se si esclude il Regno Unito. Considerando in gruppo gli altri diciassette paesi inclusi nella tabella alla pagina seguente, si può notare infatti che c'è stato uno spostamento nel finanziamento ufficiale dalle valute estere verso non soltanto l'oro, ma anche le posizioni F. M. I. e A. G. P. Questa evoluzione ha trovato la sua causa in due circostanze principali, delle quali la prima, di natura indipendente, è stata l'ampiezza che hanno

Paesi dell'Europa occidentale: Movimenti monetari nel 1964-65.

Voci	1964		1965	
	Incluso il Regno Unito	Escluso il Regno Unito	Incluso il Regno Unito	Escluso il Regno Unito
variazioni, in milioni di dollari S.U.				
Oro . . . . .	+ 595	+ 945	+ 2.440	+ 2.310
Valute estere (al netto) . . . . .	+ 1.355	+ 1.345	- 1.440	- 2.000
Posizioni F.M.I. e A.G.P. . . . .	- 310	+ 695	- 225	+ 1.170
Totale posizioni ufficiali (al netto) . .	+ 1.640	+ 2.985	+ 775	+ 1.480
Posizioni nette sull'estero delle banche commerciali . . . . .	- 380 <sup>1</sup>	+ 30 <sup>2</sup>	+ 1.005 <sup>1</sup>	+ 920 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Solo quindici paesi; le statistiche britanniche riportano soltanto le posizioni valutarie estere delle banche.

<sup>2</sup> Solo quattordici paesi.

assunto i prelievi sul F.M.I. del Regno Unito e degli Stati Uniti, e la seconda, originata da specifiche decisioni delle autorità dei paesi interessati, è stata la crescente tendenza a preferire l'oro alle divise estere come strumento di riserva.

Per quanto riguarda la prima di queste due circostanze, nel 1965 il Regno Unito e gli Stati Uniti insieme hanno operato prelievi presso il F.M.I. per \$1.365 milioni in valute dei paesi dell'Europa occidentale. Questi prelievi, i cui effetti sulle posizioni F.M.I. dei paesi creditori sono stati parzialmente compensati mediante vendite di oro per \$350 milioni da parte del Fondo stesso, hanno concorso in ampia misura all'aumento di \$1.170 milioni realizzato dai paesi dell'Europa continentale lo scorso anno nelle loro posizioni F.M.I. e A.G.P. I prelievi britannici e americani hanno quindi contribuito per una parte considerevole alla diminuzione di \$2.000 milioni, registrata nel 1965, negli averi ufficiali in valute estere dei paesi continentali. Praticamente, infatti, l'intero ammontare che questi due paesi hanno prelevato dal Fondo in valute europee è stato da essi impiegato nell'acquisto di dollari presso le autorità monetarie europee.

Nel 1965, la seconda caratteristica principale dei movimenti monetari ufficiali dei paesi continentali è data dall'aumento di \$2.310 milioni nelle loro riserve auree. Questo incremento è dovuto per \$350 milioni alle già menzionate vendite di oro effettuate dal Fondo. La maggior fonte di approvvigionamento dell'oro è stata, tuttavia, il Tesoro degli Stati Uniti, presso il quale i paesi in esame ne hanno acquistato un quantitativo pari a \$1.450 milioni. Il grosso degli acquisti è stato fatto con dollari provenienti da saldi attivi della bilancia dei pagamenti, ma ci sono stati alcuni paesi, fra cui Francia e Spagna per citare i più importanti, che, nel corso del 1965, hanno convertito in oro i dollari accumulati negli anni precedenti. Anche tali conversioni di "vecchi" saldi in dollari hanno contribuito alla diminuzione degli averi ufficiali in valuta dei paesi continentali verificatasi lo scorso anno. L'eccezionale ampiezza che, nel 1965, ha assunto l'aumento delle riserve auree dei diciassette paesi in esame è anche da ascrivere al volume delle operazioni di fine anno in dollari effettuate dalle banche svizzere con la

Banca nazionale svizzera. Queste operazioni sono ammontate a \$380 milioni, che sono stati assorbiti da operazioni di riporto in oro della Banca nazionale svizzera con la BRI.

I dati disponibili mostrano che durante il primo trimestre del 1966 le riserve monetarie ufficiali dei paesi dell'Europa occidentale sono diminuite di \$550 milioni, mentre le loro posizioni nette F.M.I. e A.G.P. sono migliorate di \$195 milioni. Il totale delle loro attività ufficiali nette è pertanto aumentato di \$355 milioni. Ma escludendo un trasferimento di \$885 milioni in dollari dal Tesoro britannico al Fondo di stabilizzazione dei cambi, le predette attività avrebbero registrato una flessione di \$530 milioni. D'altro canto, le passività estere nette delle banche commerciali dei quattordici paesi dell'Europa occidentale, per i quali sono disponibili i relativi dati, si sono contratte di \$720 milioni. Siccome mancano i dati per quanto riguarda la posizione delle banche commerciali svizzere, la quale è certamente assai migliorata durante il primo trimestre in seguito all'inversione delle operazioni di fine anno effettuate con la Banca nazionale, è evidente che i conti con l'estero dei paesi dell'Europa occidentale, considerati nell'insieme, hanno ancora accumulato cospicui saldi attivi.

Le posizioni dei singoli paesi formano oggetto di esame nelle pagine seguenti, fatta eccezione per quelle della Francia, Italia e Regno Unito già trattate nella Parte I.

*Germania.* Nonostante un disavanzo nella bilancia dei pagamenti di base di \$1.380 (il maggiore fra quelli registrati l'anno scorso da paesi europei), durante il 1965 la posizione monetaria verso l'estero della Germania si è deteriorata soltanto di \$280 milioni. Le attività ufficiali nette sono diminuite di \$325 milioni, mentre la posizione netta verso l'estero delle banche è migliorata di \$45 milioni. Gli averi ufficiali netti in valute hanno subito una riduzione di \$650 milioni, che è stata in parte compensata da un aumento di \$165 milioni nella posizione F.M.I. e A.G.P. e di \$160 milioni nelle riserve di oro. E' del tutto logico, che le esigenze di finanziamenti ufficiali siano state soddisfatte facendo ricorso alle riserve valutarie; tuttavia, il fatto che queste abbiano subito una contrazione che supera di circa due volte quella globale nelle attività ufficiali nette, proprio nello stesso periodo in cui le riserve auree e la posizione nel F.M.I. si rafforzavano, fa ritenere che ciò sia dovuto quasi esclusivamente ai prelievi britannici effettuati presso il Fondo nel maggio 1965. L'importo prelevato in quella occasione in marchi tedeschi è stato pari a \$310 milioni e la sua successiva conversione in dollari ha ridotto, in misura corrispondente, le riserve valutarie della Bundesbank. Contemporaneamente, il Fondo ha venduto alla Bundesbank oro per \$130 milioni, al fine di reintegrare le proprie disponibilità in marchi tedeschi. Come risultato netto di queste due transazioni la posizione F.M.I. e A.G.P. della Germania è migliorata di \$180 milioni.

Tenendo presente che, nel 1965, i quattro quinti del disavanzo della bilancia dei pagamenti di base è stato coperto con l'afflusso di capitali a breve, appare a prima vista sorprendente che l'indebitamento netto delle

**Paesi europei, Canada e Giappone: Posizioni monetarie verso l'estero.**

Paesi	Fine anno	Oro e valute estere	Posizione netta F.M.I. e A.G.P.	Totale attività ufficiali	Banche commerciali (al netto)	Totale attività estere	Variazioni (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)	
							Totale attività ufficiali	Banche commerciali
milioni di dollari S.U.								
Austria . . . . .	1964	1.235	70	1.305	— 5	1.300	+ 80	+ 15
	1965	1.225	70	1.295	— 55	1.240	— 10	— 50
Belgio-Lussemburgo . . . . .	1964	2.095	205	2.300	— 535	1.765	+ 250	— 75
	1965	2.145	315	2.460	— 560	1.900	+ 160	— 25
Danimarca . . . . .	1964	695	35	630	— 125	505	+ 170	— 55
	1965	510	60	570	— 45	525	— 60	+ 80
Finlandia . . . . .	1964	345	15	360	— 50	310	+ 45	— 5
	1965	275	15	290	— 65	225	— 70	— 15
Francia . . . . .	1964	4.930	620	5.550	— 365	5.185	+ 815	— 20
	1965	5.370	885	6.255	— 110	6.145	+ 705 <sup>1</sup>	+ 255
Germania . . . . .	1964	7.560	910	8.470	— 715	7.755	+ 110	— 15
	1965	7.070	1.075	8.145	— 675	7.470	— 325	+ 45 <sup>2</sup>
Grecia . . . . .	1964	265	15	280	—	280	— 10	— 35
	1965	235	15	250	5	265	— 30	+ 5
Irlanda . . . . .	1964	435	10	445	260	705	+ 40	— 25
	1965	395	10	405	250	655	— 40	— 10
Islanda . . . . .	1964	40	5	45	— 5	40	+ 5	—
	1965	45	5	50	— 5	45	+ 5	—
Italia . . . . .	1964	3.850	145	3.995	— 815	3.180	+ 350	+ 450
	1965	4.400	550	4.950	— 195	4.755	+ 955	+ 620
Norvegia . . . . .	1964	365	25	380	— 60	320	+ 40	—
	1965	445	25	470	10	480	+ 90	+ 70
Paesi Bassi . . . . .	1964	2.065	265	2.330	115	2.445	+ 250	— 185
	1965	2.045	360	2.405	10	2.415	+ 75	— 105
Portogallo . . . . .	1964	940	15	955	80	1.035	+ 115	— 10
	1965	995	15	1.010	110	1.120	+ 55	+ 30
Spagna . . . . .	1964	1.410	105	1.515	.	.	+ 365	.
	1965	1.270	140	1.410	.	.	— 105	.
Svezia . . . . .	1964	865	90	955	70	1.025	+ 200	— 10
	1965	815	145	960	90	1.050	+ 5	+ 20
Svizzera . . . . .	1964	3.640	—	3.640	.	.	+ 145	.
	1965	3.700	—	3.700	.	.	+ 60	.
Turchia . . . . .	1964	50	— 35	15	.	.	+ 15	.
	1965	45	— 20	25	.	.	+ 10	.
<b>Totale . . . . .</b>	1964	30.675	2.495	33.170	—2.150 <sup>3</sup>	25.950 <sup>3</sup>	+2.985	+ 30 <sup>4</sup>
	1965	30.985	3.665	34.650	—1.235 <sup>3</sup>	28.280 <sup>3</sup>	+1.480	+ 920 <sup>5</sup>
Regno Unito . . . . .	1964	2.315	— 515	1.800	— 440 <sup>4</sup>	1.360	— 1.345	— 410 <sup>4</sup>
	1965	3.005	— 1.910	1.095	— 355 <sup>4</sup>	740	— 705	+ 85 <sup>4</sup>
<b>Totale paesi europei . . . . .</b>	1964	32.990	1.980	34.970	—2.590 <sup>5</sup>	27.210 <sup>5</sup>	+1.640	— 380 <sup>5</sup>
	1965	33.990	1.755	35.745	—1.590 <sup>5</sup>	29.020 <sup>5</sup>	+ 775	+1.005 <sup>5</sup>
Canada . . . . .	1964	2.625	195	2.820	330	3.150	+ 335	+ 250
	1965	2.605	355	2.960	— 70	2.890	+ 140	— 400
Giappone . . . . .	1964	1.775	220	1.995	—1.185	810	— 45	— 65
	1965	1.870	255	2.125	— 905	1.220	+ 130	+ 280

<sup>1</sup> Escluso un rimborso di debiti ufficiali per \$ 179 milioni. <sup>2</sup> Dopo aver eliminato le variazioni statistiche.  
<sup>3</sup> Solo quattordici paesi. <sup>4</sup> Soltanto valute estere. In seguito a modificazioni apportate nella presentazione, i dati per il 1965 non corrispondono a quelli impiegati per la tabella a pagina 30 della Parte I.  
<sup>5</sup> Solo quindici paesi.

Nota: Per i paesi del Gruppo dei Dieci (escluso il Regno Unito, ma compresa la Svizzera), i dati per le attività ufficiali sono quelli utilizzati per la sorveglianza multilaterale. Nella maggior parte dei casi essi non corrispondono ai dati delle riserve resi pubblici.

banche verso l'estero si sia in effetti ridotto di \$45 milioni. Tale fatto va attribuito alla efficacia delle misure che la Bundesbank aveva adottato un anno prima per evitare un afflusso di fondi attraverso questo particolare canale. Gli impegni di riporto in dollari S.U. della Bundesbank con il sistema bancario, che sono passati da \$90 a 355 milioni nel mese di gennaio 1965, sono successivamente calati rapidamente fino a scomparire del tutto in ottobre.

In seguito soprattutto all'inversione nelle operazioni di fine anno, nel primo trimestre del 1966 le attività monetarie ufficiali della Germania si sono ridotte di \$290 milioni, mentre l'indebitamento netto delle banche verso l'estero è diminuito di \$345 milioni. Per quanto riguarda la flessione nelle attività ufficiali, un importo di \$100 milioni è imputabile al rimborso di obbligazioni del governo S.U. non negoziabili detenute dalla Bundesbank; inoltre gli averi ufficiali in valute convertibili hanno registrato una perdita di \$95 milioni.

*Svizzera.* Nonostante un sensibile miglioramento nella bilancia dei pagamenti di base, nel 1965 le attività monetarie ufficiali nette sono cresciute soltanto di \$60 milioni contro \$145 milioni nel 1964. A causa dell'influenza che le operazioni delle banche svizzere di fine anno esercitano sulle riserve ufficiali, le variazioni annuali nella posizione monetaria ufficiale netta della Svizzera risultano però misurate con maggiore precisione se il confronto viene condotto fra novembre e novembre oppure fra gennaio e gennaio. Adottando l'uno o l'altro di questi due termini di raffronto, il contrasto fra il 1964 e il 1965 appare più grande di quello che risulterebbe prendendo in considerazione i dati di fine anno. Le attività ufficiali nette sono diminuite di \$150 milioni dal novembre 1964 al novembre 1965 e di \$305 milioni dal gennaio 1965 al gennaio 1966. Dal novembre 1963 al novembre 1964 esse erano invece aumentate di \$280 milioni e nei dodici mesi successivi al gennaio 1964 di \$360 milioni. Trascurando le influenze di fine anno, risulta perciò che nel 1965 le riserve della Svizzera hanno subito una pronunciata flessione dopo la notevole espansione avvenuta nell'anno precedente.

La riduzione delle riserve svizzere si è verificata essenzialmente nella prima metà dell'anno, quando ha avuto luogo, tramite il sistema bancario, un deflusso di fondi soltanto in parte imputabile a variazioni stagionali. Durante i primi cinque mesi dell'anno le attività ufficiali nette sono diminuite di \$265 milioni. Per la prima volta dopo il 1962, la Banca nazionale è stata in grado, nel marzo e nell'aprile, di vendere dollari sul mercato. Le operazioni connesse con la presentazione del bilancio di metà anno hanno provocato, in giugno, un incremento delle riserve di \$145 milioni, ma, in luglio, questo movimento è stato invertito e da allora fino a novembre le riserve sono rimaste grosso modo allo stesso livello. I rientri di fondi a fine anno attraverso il sistema bancario hanno aumentato in dicembre le riserve di non meno di \$390 milioni, ma queste ultime sono diminuite rapidamente nel gennaio 1966 e da allora hanno continuato la loro tendenza ad assottigliarsi, tanto che alla fine di aprile 1966 esse ammontavano a \$3.170 milioni.



*Belgio.* A causa della riduzione dell'indebitamento pubblico a breve verso l'estero, nel 1965 l'aumento del saldo attivo della bilancia dei pagamenti di base belga non ha influenzato i movimenti monetari. In effetti, il miglioramento della posizione monetaria globale verso l'estero si è ridotto da \$175 a 135 milioni. Poichè le passività nette verso l'estero del sistema bancario sono aumentate di \$25 milioni, la contropartita monetaria del saldo attivo della bilancia dei pagamenti ha assunto la forma di un'espansione di \$160 milioni nelle attività ufficiali nette.

Le riserve auree sono cresciute di \$105 milioni, di cui \$30 milioni sono stati acquistati presso il F.M.I. Tali acquisti hanno consentito di controbilanciare gli effetti che i prelievi netti in franchi pari a \$135 milioni operati da altri paesi, hanno esercitato sulla posizione F.M.I. del Belgio, sicchè la posizione netta F.M.I. e A.G.P. si è rafforzata di circa \$105 milioni. Gli averi ufficiali in valuta sono diminuiti di \$55 milioni, in seguito alla riduzione di \$100 milioni dei saldi in valute convertibili provocata dalla conversione in dollari dei franchi prelevati presso il Fondo, e all'aumento di \$45 milioni nel portafoglio crediti all'esportazione della Banca nazionale stilati in franchi belgi.

Nel primo trimestre del 1966 le attività monetarie ufficiali del Belgio sono diminuite di \$60 milioni, mentre i crediti netti delle banche verso l'estero hanno realizzato un incremento di \$40 milioni.

*Paesi Bassi.* Mentre nel 1964 la posizione monetaria verso l'estero dei Paesi Bassi aveva registrato un miglioramento di \$65 milioni, nel 1965 essa ha subito un deterioramento di \$30 milioni. Le attività ufficiali nette sono aumentate di \$75 milioni e le attività nette sull'estero del sistema bancario hanno subito una flessione di \$105 milioni.

La fisionomia delle variazioni nelle attività monetarie ufficiali è stata simile a quella della maggior parte degli altri paesi dell'Europa occidentale: le riserve auree sono cresciute di \$70 milioni, di cui \$35 milioni provenienti dal F.M.I.; la posizione netta F.M.I. e A.G.P. è migliorata di \$95 milioni, avendo i prelievi netti in fiorini raggiunto l'importo di \$125 milioni; e le disponibilità valutarie si sono ridotte di \$90 milioni. Sia le attività che le passività estere delle banche, e in particolare le loro posizioni valutarie, sono aumentate considerevolmente nel corso del 1965, ma poichè le passività sono cresciute con un ritmo più sostenuto delle attività, la posizione valutaria netta verso l'estero si è indebolita di \$80 milioni.

Nel primo trimestre del 1966, l'aumento del saldo passivo della bilancia dei pagamenti olandese si è rispecchiato in un deterioramento della posizione monetaria esterna per \$160 milioni. Di questo importo, \$120 milioni sono dovuti al maggiore indebitamento delle banche verso l'estero, mentre le attività ufficiali si sono ridotte soltanto di \$40 milioni.

*Spagna.* Nel 1965, fra i paesi dell'Europa occidentale, la Spagna ha registrato, dopo la Germania, il più ampio deterioramento nella bilancia dei

pagamenti. Le attività monetarie ufficiali nette, che nel 1964 erano aumentate di \$365 milioni, hanno subito, nel 1965, una flessione di \$105 milioni. Malgrado ciò, le riserve auree hanno conseguito un incremento di \$195 milioni, dovuto quasi esclusivamente ad acquisti presso il Tesoro americano. I prelievi netti in pesetas presso il F.M.I. sono stati pari a \$50 milioni e la posizione netta F.M.I. e A.G.P. è migliorata di \$35 milioni. Le conversioni in oro di saldi ufficiali in dollari e i prestiti concessi attraverso il Fondo, nonchè la necessità di finanziare il deficit verso l'estero, hanno comportato una riduzione di \$335 milioni nelle riserve valutarie. Nel primo trimestre del 1966, le riserve valutarie ufficiali hanno subito un'ulteriore perdita di \$145 milioni.

*Austria.* Anche l'Austria è passata nel 1965 da una bilancia dei pagamenti attiva ad una bilancia passiva. La sua posizione monetaria verso l'estero è diminuita di \$60 milioni, di cui \$50 milioni sono derivati dall'espansione dell'indebitamento netto sull'estero del sistema bancario. Sebbene le attività ufficiali nette siano rimaste praticamente invariate, le riserve auree sono aumentate di \$100 milioni in seguito ad acquisti presso il Tesoro americano. Le disponibilità ufficiali in valute sono diminuite di \$110 milioni. Nel primo trimestre del 1966, le riserve monetarie ufficiali si sono ridotte di \$80 milioni; d'altra parte, la posizione netta F.M.I. e A.G.P. è migliorata di \$25 milioni, mentre l'indebitamento netto verso l'estero delle banche è diminuito dello stesso importo.

*Portogallo.* Nel 1965, la bilancia dei pagamenti ha presentato un saldo attivo di \$85 milioni, cioè poco meno dell'anno precedente. Le attività monetarie ufficiali sono aumentate di \$55 milioni e l'intero importo è affluito alle riserve auree. Inoltre, le attività estere nette delle banche commerciali sono cresciute di \$30 milioni.

Fra i paesi nordici, la Norvegia ha conseguito un cospicuo saldo attivo nei conti con l'estero, la Danimarca e la Svezia hanno realizzato un saldo attivo moderato, mentre la Finlandia ha registrato un deficit.

*Norvegia.* Grazie soprattutto ad un ulteriore notevole afflusso di capitali, nel 1965, le attività monetarie esterne della Norvegia hanno subito un incremento di \$160 milioni. Di questo importo, \$90 milioni sono andati ad aggiungersi alle riserve valutarie ufficiali, in quanto la Norvegia è stato l'unico paese europeo creditore, le cui riserve auree sono rimaste invariate nello scorso anno. Una parte dell'afflusso netto di capitali si è rispecchiato nelle posizioni verso l'estero delle banche norvegesi; durante l'anno le loro attività nette estere sono aumentate di \$70 milioni.

*Danimarca.* Uno spostamento nella posizione delle banche commerciali, che nel 1964 avevano ricevuto crediti netti per \$55 milioni e nel 1965 hanno concesso prestiti netti per \$80 milioni, ha aggravato l'effetto negativo che il

deterioramento della bilancia dei pagamenti di base, verificatosi nel 1965, ha prodotto sulle riserve. Perciò, le attività estere ufficiali, che nel 1964 avevano realizzato un incremento di \$170 milioni, sono diminuite di \$60 milioni. La contrazione si è verificata interamente nei primi otto mesi, mentre nel resto dell'anno si è avuto un miglioramento di \$130 milioni e nel primo trimestre del 1966 un ulteriore incremento di \$35 milioni.

*Svezia.* Nel primo trimestre del 1965, le attività monetarie ufficiali hanno registrato un'espansione di \$95 milioni, ma, in concomitanza con il peggioramento del disavanzo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti svedese, esse si sono ridotte di \$90 milioni nella parte restante dell'anno. Per il 1965 nel suo complesso, l'aumento delle riserve auree ufficiali, che è ammontato a \$15 milioni, ha superato di alquanto l'incremento di \$5 milioni realizzato nelle attività ufficiali estere; la differenza si spiega con un acquisto di oro presso il F.M.I.

In *Finlandia*, il deficit della bilancia dei pagamenti accumulato nel 1965 ha avuto per effetto una riduzione di \$70 milioni nelle attività monetarie ufficiali estere ed un aumento di \$15 milioni nell'indebitamento netto verso l'estero delle banche commerciali.

#### **Altri movimenti monetari.**

*Canada.* Nel 1965, la bilancia dei pagamenti del Canada, includendo nei movimenti monetari le variazioni nella posizione a breve verso l'estero delle banche, ha presentato un deficit di \$260 milioni. Ciò nonostante, le attività monetarie ufficiali nette sono cresciute di \$140 milioni. La posizione netta F.M.I. e A.G.P. del Canada è migliorata di quasi \$160 milioni, mentre le riserve monetarie ufficiali hanno subito una perdita di \$20 milioni. D'altra parte nel corso dell'anno, le attività estere nette delle banche canadesi sono diminuite di \$400 milioni. La maggior parte della contrazione si è verificata nel primo semestre dell'anno, in seguito al ritiro di fondi americani dal Canada. Nel primo trimestre del 1966, la bilancia dei pagamenti, calcolata sulla stessa base, ha presentato un modesto attivo di \$10 milioni. In contrasto con quanto è avvenuto nel 1965, le attività ufficiali si sono ridotte di \$120 milioni e la posizione netta verso l'estero delle banche è migliorata di \$130 milioni.

*Giappone.* Per il 1965, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è ammontato a \$410 milioni. La maggior parte di questo incremento si è rispecchiata in una flessione di \$280 milioni nelle passività nette estere delle banche commerciali giapponesi. Inoltre, le attività monetarie ufficiali sono cresciute di \$130 milioni, di cui \$70 milioni sono affluiti alle riserve valutarie nette, \$35 milioni alla posizione netta F.M.I. e A.G.P. e \$25 milioni alle riserve auree.

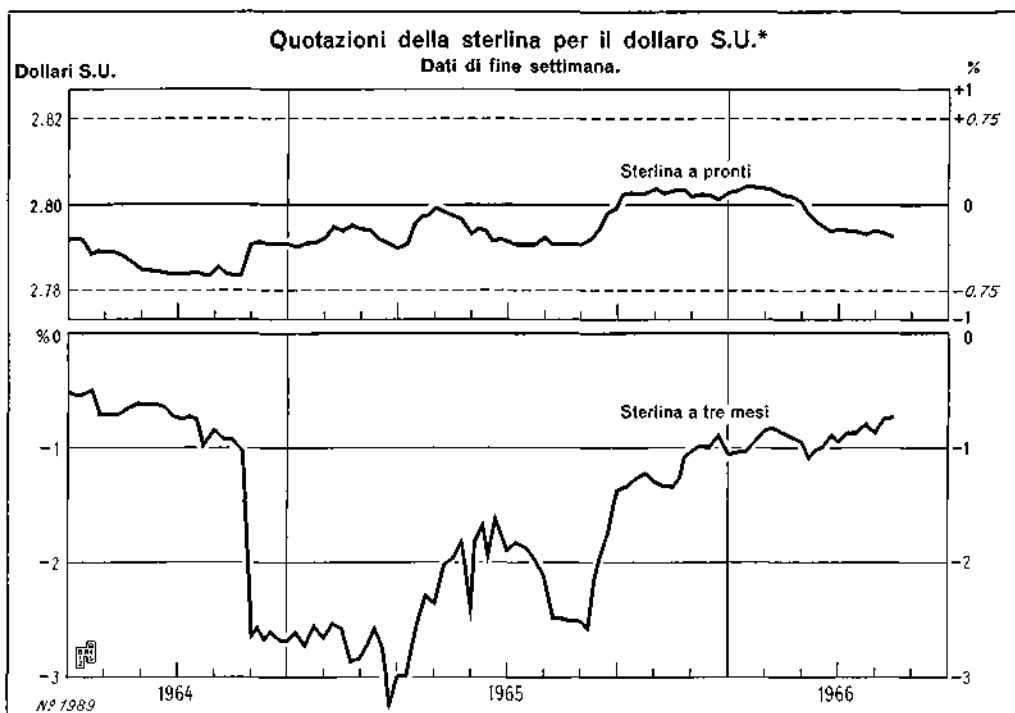
### **Mercati dei cambi.**

Il periodo in esame è stato denso di avvenimenti per i mercati dei cambi. Il fatto più importante è rappresentato dal protrarsi della crisi della sterlina fino alla fine di agosto 1965 e dalla decisa ripresa che questa moneta ha mostrato a partire dal mese di settembre. Meno vistoso, ma non meno significativo, è stato il consolidamento della posizione del dollaro. Esso ha avuto inizio nel febbraio 1965 con l'adozione delle misure dirette a contenere il deflusso di capitali dagli Stati Uniti e successivamente ha trovato un appoggio nei mutamenti avvenuti nelle bilance dei pagamenti di alcuni paesi europei e nell'aumento dei saggi d'interesse americani. Sul Continente, il franco francese e la lira hanno continuato a mantenersi molto stabili, mentre altre monete, e in particolare il marco tedesco, si sono indebolite rispetto al dollaro. Considerando la situazione, quale risulta nel maggio 1966, la sterlina si è di nuovo trovata sottoposta ad una certa qual pressione, mentre il dollaro è rimasto ben al disopra del limite inferiore della sua parità con tutte le monete europee ad eccezione del franco francese e del franco svizzero.

*La sterlina.* All'inizio del 1965, la pressione sulla sterlina è stata notevole e il cambio a pronti superava appena \$2,79; si imponevano inoltre energici interventi ufficiali per stabilire condizioni di ordinato funzionamento sul mercato a termine. Un afflusso di fondi provenienti dal mercato dell'eurodollaro alle autorità locali britanniche ha portato, verso la metà di gennaio, un alleggerimento della pressione sulla sterlina e all'inizio di febbraio il cambio a pronti è salito a \$2,79 ½. Le misure adottate negli Stati Uniti per riequilibrare la bilancia dei pagamenti hanno tuttavia rapidamente mutato questa situazione. Avendo il mercato assunto un atteggiamento sempre meno fiducioso nei confronti del bilancio pubblico del Regno Unito, si sono resi nuovamente indispensabili interventi ufficiali su vasta scala. Alla fine di marzo il cambio a pronti era sceso quasi a \$2,79 e lo sconto a tre mesi sul dollaro aveva raggiunto il 3,25% annuo: a questo livello, i margini di arbitraggio sugli interessi si spostavano a favore di Nuova York.

Dopo la pubblicazione del bilancio e le assicurazioni ufficiali che escludevano la svalutazione, la situazione è di nuovo migliorata, anche se nello stesso tempo le autorità locali hanno incominciato a ridurre il loro indebitamento in eurodollari. Alla fine di aprile, il cambio a pronti della sterlina per il dollaro aveva raggiunto quasi la parità e, all'inizio di maggio, lo sconto a tre mesi era sceso al disotto del 2% annuo. Un fattore che in questo periodo ha avuto qualche importanza per il mercato a termine è stato il limite imposto ai prestiti bancari, che ha scoraggiato il trasferimento di dollari in altre valute. Ancora una volta, però, la ripresa ha avuto breve durata e, verso la fine dello stesso mese di maggio, il cambio a pronti era sceso a \$2,79 ¼, mentre il saggio di sconto a tre mesi aumentava rapidamente.

In giugno e luglio, la sterlina è stata sottoposta ad una forte pressione e questa è continuata anche in agosto, sebbene, verso la fine di luglio, fossero state annunciate nuove misure intese a correggere la situazione. Alla



\* Il cambio a pronti del dollaro per la sterlina è espresso sia in dollari, sia come percento della parità. Il cambio a tre mesi per la sterlina è indicato come sconto sul cambio a pronti, calcolato su base annua.

debolezza della bilancia dei pagamenti di base si è aggiunto il deflusso di cospicui capitali a breve. Il cambio a pronti è stato di nuovo portato a circa \$2,79 ma il saggio di sconto a tre mesi sul dollaro, che era sceso all'1,7% annuo quando in giugno era stato ridotto il saggio ufficiale, ha raggiunto il 2,5% all'inizio di agosto. A questo livello esso ha consentito un ampio margine di arbitraggio in favore di Nuova York e ciò senza dubbio ha stimolato ulteriormente il deflusso di capitali da Londra.

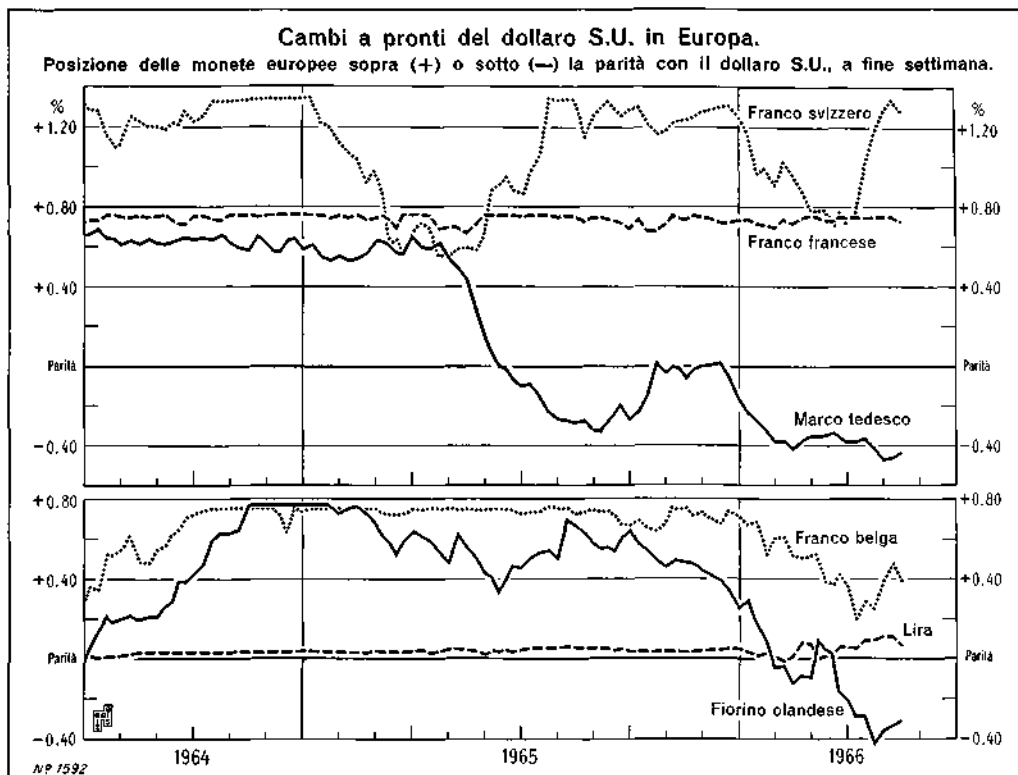
Verso la fine di agosto, le vendite di sterline sono diminuite e nei primi giorni di settembre il cambio a pronti del dollaro è lievemente aumentato. L'annuncio dato il 10 settembre di nuovi accordi stipulati fra banche centrali per il sostegno della sterlina ha poi prodotto un cambiamento decisivo nell'atteggiamento del mercato e, alla fine dello stesso mese, per la prima volta dall'inizio del 1963, il cambio della sterlina è salito nettamente al disopra della parità con il dollaro. Nel mercato a termine il saggio di sconto a tre mesi è sceso ai primi di ottobre all'1,3% annuo e i margini di arbitraggio si sono nuovamente spostati in favore di Londra.

A prescindere dall'indebolimento registrato verso la fine dell'anno per cause stagionali, la sterlina è rimasta stabile nell'ultimo trimestre del 1965 e nei primi mesi del 1966. Il cambio a pronti si è pertanto aggirato strettamente intorno a \$2,80 ¼ e le autorità monetarie hanno impiegato l'afflusso di valuta per rimborsare i debiti a breve contratti durante la crisi estiva e iniziare l'opera di consolidamento delle riserve. Contemporaneamente esse

hanno potuto incominciare a ridurre i notevolissimi impegni valutari a termine. Il saggio di sconto a termine sul dollaro ha continuato a ridursi ed è sceso al disotto dell'1% annuo, quando gli Stati Uniti hanno rialzato il saggio ufficiale di sconto nel dicembre 1965.

Verso la fine di febbraio 1966, la sterlina è divenuta meno stabile in seguito alla pubblicazione delle statistiche commerciali poco soddisfacenti relative al mese di gennaio e questa tendenza si è protratta con l'avvicinarsi delle elezioni generali. Alla fine di marzo, il cambio a pronti era sceso a \$2,79 <sup>3</sup>/<sub>8</sub>. Nel corso di maggio, le quotazioni sono ulteriormente ribassate per effetto dello sciopero dei marittimi britannici.

Nel periodo sotto rassegna sono state adottate numerose misure allo scopo di ridurre l'approvvigionamento di divise estere a residenti del Regno Unito attraverso il mercato libero. In particolare, dall'aprile 1965, il 25% dei proventi dalle vendite di titoli esteri da parte di residenti deve essere ceduto al Fondo di stabilizzazione dei cambi. Benchè tali misure abbiano ridotto il deflusso di capitali dal Regno Unito (durante gli ultimi nove mesi del 1965 si sono avute cessioni nette di titoli per \$180 milioni fuori dell'area della sterlina), esse hanno anche fatto crescere il premio del dollaro "investimenti" rispetto alla parità ufficiale. Nel marzo 1965, poco prima della presentazione del bilancio nel quale queste misure erano comprese, il premio ammontava circa all'8%. Alla fine di maggio aveva raggiunto l'11% e alla fine del 1965 era salito ad oltre il 15%. Nei primi mesi del 1966, esso è



aumentato ulteriormente e malgrado le misure previste dal bilancio del 1966 per limitare l'accesso a tale mercato da parte di residenti, verso la fine di maggio il premio era circa del 28 %.

*Il franco svizzero.* Nonostante il sensibile miglioramento della bilancia dei pagamenti di base della Svizzera e il protrarsi della crisi della sterlina, il franco svizzero è rimasto, per quasi tutto il periodo in esame, al disotto del limite superiore della sua parità con il dollaro. All'inizio del 1965 le banche svizzere hanno effettuato notevoli esportazioni di fondi, dovute, in parte, alla inversione delle operazioni di fine anno e, in parte, alla presenza di una forte liquidità interna. Inoltre, le misure adottate dagli Stati Uniti per riequilibrare la bilancia dei pagamenti hanno provocato una certa scarsità di dollari, per cui il cambio a pronti per il dollaro è salito da fr.sv. 4,31  $\frac{1}{2}$ , cioè dal punto ufficiale di intervento quale era alla fine del 1964, a fr.sv. 4,34  $\frac{1}{2}$  a metà marzo 1965, toccando verso la fine di questo mese e in quello successivo il livello di fr.sv. 4,35. Date queste circostanze, la Banca nazionale svizzera ha avuto la possibilità, per la prima volta dal 1962, di vendere sul mercato importanti quantitativi di dollari.

Quando, nel giugno 1965, le banche svizzere hanno richiamato fondi dall'estero in occasione della stesura del bilancio di metà anno, la posizione del franco rispetto al dollaro ha cominciato ad acquistare una maggiore fermezza. Nel luglio 1965, il riacutizzarsi della crisi della sterlina ha consolidato ulteriormente il franco svizzero, il quale ha raggiunto alla fine del mese il limite superiore della sua parità con il dollaro (fr.sv. 4,31  $\frac{1}{2}$ ). Dalla metà di agosto in poi, il franco ha tuttavia ceduto leggermente e fino a novembre le sue quotazioni hanno oscillato intorno a fr.sv. 4,32. Inoltre, poichè le esigenze di liquidità di fine anno delle banche sono state soddisfatte dalla Banca nazionale svizzera attraverso riporti in dollari contro franchi, il cambio a pronti è salito, ma non ha raggiunto il limite superiore. Nei primi mesi del 1966, il cambio del franco si è indebolito e, alla fine di marzo, le quotazioni erano di poco superiori a fr.sv. 4,34. All'inizio di maggio, il franco era tuttavia risalito all'incirca al limite superiore.

*Il marco tedesco.* Nel periodo sotto rassegna, il peggioramento della bilancia dei pagamenti della Germania ha provocato sul mercato un sensibile indebolimento del marco tedesco. Nel primo trimestre del 1965, il cambio del marco in dollari era ancora fermo, intorno al livello di DM 3,97  $\frac{3}{4}$ , ma quando, in aprile, le partite correnti sono risultate ancora maggiormente in deficit, il marco ha cominciato a perdere terreno e, in giugno, è sceso sotto la parità con il dollaro. Ai primi di agosto il cambio si trovava a DM 4,01  $\frac{1}{4}$ , minimo raggiunto dal novembre 1962.

Verso la fine di agosto la situazione è però mutata. La politica monetaria è stata, in Germania, inasprita e si sono verificati da parte di non residenti cospicui acquisti di obbligazioni estere stilate in marchi. Di conseguenza, il marco è ritornato alla sua parità con il dollaro verso la fine di ottobre e le quotazioni sono rimaste all'incirca su questo livello fino all'ultima

settimana dell'anno; successivamente, il marco è di nuovo sceso sotto la pari, rimanendovi durante il primo trimestre del 1966.

Il mutamento nella posizione del marco tedesco, intervenuto da un anno a questa parte, ha permesso alle autorità monetarie americane di acquistare marchi direttamente dalla Bundesbank o sul mercato, allo scopo di ridurre gli impegni in essere in marchi tedeschi. Dal giugno 1965 al marzo 1966, tali impegni si sono ridotti di \$300 milioni.

*Altre valute europee.* Per tutto il periodo in esame, il franco francese è stato quotato al limite superiore della sua parità rispetto al dollaro o molto vicino ad esso. Anche la lira ha manifestato molta fermezza, sebbene le autorità italiane abbiano continuato a mantenere il cambio solo leggermente al disopra della sua parità con il dollaro. Il franco belga è stato vicino al limite superiore della sua parità con il dollaro per quasi tutto il 1965, ma verso la fine dell'anno ha incominciato a deteriorarsi e verso la fine di marzo 1966 era dello 0,4% al disopra della parità. L'introduzione negli Stati Uniti del programma di limitazione volontaria dei prestiti bancari ha provocato una flessione del fiorino olandese, che dal suo limite superiore di parità con il dollaro è passato allo 0,3% al disopra della parità; dopo essersi consolidato di nuovo nel terzo trimestre, il fiorino si è ancora una volta indebolito e nel maggio 1966 era quotato allo 0,3% sotto la pari.

#### **Altri sviluppi valutari.**

Di fronte alle ininterrotte difficoltà derivanti dalle rispettive bilance dei pagamenti, nel periodo sotto rassegna i due paesi a moneta chiave hanno adottato altre misure per controllare i movimenti esterni dei capitali.

Le misure valutarie prese dal governo britannico in occasione del bilancio dell'aprile 1965 sono state descritte nella Relazione annuale dello scorso anno. In luglio esse sono state intensificate, escludendo dal mercato ufficiale dei cambi tutti gli investimenti diretti effettuati all'esterno dell'area della sterlina; contemporaneamente, le categorie di proventi in divise estere suscettibili di essere ceduti sul mercato valutario per investimenti sono state ulteriormente limitate. Questa volta sono stati colpiti soprattutto i proventi dalla vendita di assicurazioni sulla vita e dalla cessione di attività di immigrati riclassificati quali residenti britannici. La Banca d'Inghilterra è stata inoltre invitata a esercitare un controllo più omogeneo sui crediti ricevuti dalle società estere residenti nel Regno Unito. Nel maggio 1966 sono state adottate nuove misure ed è stato introdotto un programma di limitazione volontaria degli investimenti nei paesi sviluppati appartenenti all'area della sterlina.

Le direttive che accompagnano il programma raccomandano che le imprese del Regno Unito, le quali progettano investimenti in Australia, Nuova Zelanda, Sud Africa e Irlanda, prendano in considerazione la possibilità di differire i progetti stessi e facciano ogni sforzo per finanziare local-



mente le loro spese all'estero. Le imprese che ciò non di meno decidano di eseguire progetti di investimento, comportanti un costo in divise estere superiore a £25.000, saranno invitate a sottoporli all'esame della Banca d'Inghilterra. Se il singolo progetto non promette vantaggi rapidi, cospicui e durevoli per la bilancia dei pagamenti, la Banca d'Inghilterra ne consiglierà il ritiro o il differimento. Questa procedura verrà applicata anche agli investimenti diretti in paesi non appartenenti all'area della sterlina, per i quali le necessarie divise estere devono essere fornite dal fondo comune di dollari "investimenti". Analogamente, la limitazione volontaria deve essere applicata per quanto riguarda gli investimenti di portafoglio nell'area della sterlina da parte di compagnie di assicurazioni, fondi di investimento ed altri investitori istituzionali. Saranno inoltre introdotte restrizioni sui prestiti contratti nel Regno Unito da residenti in paesi dell'area della sterlina.

Il programma americano di limitazioni volontarie per riequilibrare la bilancia dei pagamenti ha avuto inizio nel febbraio 1965 ed è pure stato descritto nella Relazione annuale dello scorso anno. Esso ha ricevuto una ulteriore elaborazione nel dicembre 1965. E' stato imposto un limite agli investimenti diretti nei paesi sviluppati, con la raccomandazione che nel 1965 e 1966 la media delle spese annuali non dovrà superare il 135 % della media per il periodo 1962-64. Il limite sui prestiti concessi all'estero da banche ed altri istituti finanziari è stato modificato, allo scopo di consentire nel 1966 un aumento, con intervalli trimestrali, dal 105 al 109 % rispetto al livello di fine 1964. Inoltre, l'area geografica alla quale si applica l'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse è stata estesa e comprende ora i paesi produttori di petrolio del Medio Oriente.

Le misure adottate in diversi paesi dell'Europa continentale per ridurre l'afflusso di capitali (soprattutto a breve) e stimolarne il deflusso sono rimaste, in gran parte, in vigore. Ciò vale in modo particolare per la Germania. In Svizzera, i controlli sull'afflusso di capitali esteri sono stati attenuati a partire dall'aprile 1966, al fine di consentire l'investimento di fondi esteri in nuove obbligazioni federali immobiliari e in nuove obbligazioni emesse dagli istituti ipotecari e dalle banche cantonali e locali. Per quanto riguarda le esportazioni di capitali, le grandi banche sono state autorizzate a partecipare con un'aliquota fino al 10-15 % a consorzi costituiti fra più paesi per determinati prestiti internazionali. In Francia, la libertà di concludere contratti in valute estere, a termine fino a sei mesi, è stata estesa nell'ottobre 1965 anche alla copertura di proventi in divise estere e di pagamenti derivanti da transazioni in conto capitali. In pari tempo, le banche che compiono operazioni valutarie hanno ricevuto il permesso di concedere crediti in franchi francesi a non residenti per un periodo massimo di sei mesi.

Volgendoci ad esaminare i paesi europei industrialmente meno sviluppati, il *Portogallo* ha liberalizzato nell'agosto 1965 le disposizioni concernenti il rimpatrio di capitali esteri e il trasferimento di proventi. Nel novembre 1965, il governo *spagnolo* ha abolito i controlli valutari su tutti i pagamenti di dividendi e interessi all'estero. Inoltre, nel febbraio 1966, esso ha approvato l'apertura di un mercato a termine per la peseta.

Nel quadro di un ampio programma di riforme economiche, le autorità *jugoslave* hanno svalutato, nel luglio 1965, il dinaro da 750 a 1.250 unità per dollaro S.U. Con decorrenza dal 1° gennaio 1966, la Jugoslavia ha introdotto una nuova unità monetaria e cioè il nuovo dinaro, che equivale a 100 dinari vecchi. Il cambio del dinaro rispetto al dollaro è pertanto stato modificato da dinari 1.250 in dinari 12,50 per dollaro S.U. Il nuovo cambio si applica a tutti i proventi e pagamenti esteri.

#### IV. IL MERCATO DELLE EURODIVISE.

Fin dai primi mesi del 1965 il mercato delle eurodivise è stato influenzato da due forze di direzione opposta. Da una parte è diminuita l'offerta e aumentata la domanda di eurodollari in conseguenza dell'applicazione del programma di limitazioni volontarie adottato negli Stati Uniti nonché delle restrizioni nel campo del credito in quel paese. Dall'altra, sono affluiti sul mercato cospicui fondi da istituti monetari ufficiali di paesi europei, principalmente l'Ufficio italiano dei cambi. Circa l'ampiezza del mercato, gli incrementi nell'offerta proveniente da altre aree hanno superato i ritiri di fondi da parte degli Stati Uniti; infatti, le passività valutarie verso non residenti delle banche commerciali dei dieci paesi dichiaranti (Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera) sono aumentate di \$1,7 miliardi fra il marzo 1965 e il marzo 1966, mentre le attività hanno avuto un incremento di \$3,4 miliardi.

Per quanto riguarda i saggi d'interesse sul mercato dell'eurodollaro, tuttavia, gli sviluppi verificatisi negli Stati Uniti hanno costituito il fattore più influente, anche se gli effetti relativi sono stati mitigati dall'aumento dell'offerta. All'inizio di giugno 1966 l'interesse sui depositi a tre mesi in eurodollari ammontava al 5,75% mentre dodici mesi prima era pari al 5%.

##### **Variazioni nelle posizioni globali.**

Durante la prima parte del 1965, il mercato delle eurodivise ha attraversato una fase di consolidamento, dopo la quale ha ripreso ad espandersi notevolmente. Le passività in valute estere delle banche dichiaranti, verso non residenti, sono leggermente diminuite nei primi sei mesi del 1965, scendendo da \$17,6 a 17,2 miliardi, ma verso la fine dell'anno sono salite a \$19,5 miliardi. Per l'anno nel suo insieme, l'aumento delle passività è stato di \$1,9 miliardi. Nel corso del 1965 l'incremento dei crediti in valute estere delle banche verso non residenti è stato ancor più pronunciato, raggiungendo l'importo di \$2,9 miliardi. In questo caso l'espansione è stata avvertita già nel secondo trimestre dell'anno anche se essa ha toccato il suo culmine soltanto più tardi. Infatti i crediti sono scesi da \$18,2 a 17,7 miliardi nel primo trimestre, sono saliti in giugno a \$17,9 miliardi e hanno raggiunto \$21,1 miliardi alla fine dell'anno. Considerando la posizione netta, le attività valutarie delle banche verso non residenti hanno sofferto una perdita da \$0,7 a 0,5 miliardi nel primo trimestre, ma a fine anno sono aumentate a \$1,6 miliardi.

Nel primo trimestre del 1966 le passività delle banche in valute estere verso non residenti sono diminuite da \$19,5 a 18,9 miliardi e le loro attività da \$21,1 a 21 miliardi. La maggiore flessione (superiore all'importo dell'intera diminuzione) si è verificata nelle posizioni delle banche in dollari:

**Banche commerciali di dieci 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		Variazioni nella posizione netta	
		Passi- vità	Attività	Passi- vità	Attività	Passi- vità	Attività	Dollari S.U.	Altre valute
milioni di dollari									
Belgio . . . .	1964 Dicembre	420	360	520	320	940	680		
	1965 Marzo	400	440	570	290	970	730	+ 100	- 80
	Dicembre	560	470	600	380	1.160	850	- 130	+ 60
	1966 Marzo	560	520	770	490	1.330	1.010	+ 50	- 60
Canada . . . .	1964 Dicembre	2.590	3.180	20 <sup>2</sup>	200 <sup>2</sup>	2.610	3.380		
	1965 Marzo	2.370	2.770	30 <sup>2</sup>	190 <sup>2</sup>	2.400	2.960	- 190	- 20
	Dicembre	2.370	2.670	30 <sup>2</sup>	110 <sup>2</sup>	2.400	2.780	- 100	- 60
	1966 Marzo	2.040	2.440	30 <sup>2</sup>	120 <sup>2</sup>	2.070	2.560	+ 100	+ 10
Francia <sup>3</sup> . . . .	1964 Dicembre	810	860	560	660	1.370	1.520		
	1965 Marzo	730	890	550	590	1.280	1.480	+ 110	- 60
	Dicembre	1.070	1.220	530	640	1.600	1.860	- 10	+ 70
	1966 Marzo	770	1.160	750	740	1.520	1.900	+ 240	- 120
Germania . . . .	1964 Dicembre	440	640	80	120	520	760		
	1965 Marzo	230	700	60	120	290	820	+ 270	+ 20
	Dicembre	370	620	70	170	440	790	- 220	+ 40
	1966 Marzo	280	620	50	100	330	720	+ 90	- 50
Giappone . . . .	1964 Dicembre	2.380	2.210	350	400	2.730	2.610		
	1965 Marzo	2.500	2.290	370	400	2.870	2.690	- 40	- 20
	Dicembre	2.550	2.620	360	380	2.910	3.000	+ 280	- 10
	1966 Marzo	2.570	2.600	340	340	2.910	2.940	- 40	- 20
Italia . . . . .	1964 Dicembre	1.530	870	360	320	1.890	1.190		
	1965 Marzo	1.340	800	450	260	1.790	1.060	+ 120	- 150
	Dicembre	1.710	1.570	440	470	2.150	2.040	+ 400	+ 220
	1966 Marzo	1.220	1.280	500	560	1.720	1.840	+ 200	+ 30
Paesi Bassi . . . .	1964 Dicembre	360	390	150	290	510	680		
	1965 Marzo	360	420	150	300	510	720	+ 30	+ 10
	Dicembre	530	420	210	400	740	820	- 170	+ 40
	1966 Marzo	570	360	290	500	860	860	- 100	+ 20
Regno Unito . . . .	1964 Dicembre	4.380	3.670	520	660	4.900	4.330		
	1965 Marzo	4.560	3.410	550	720	5.110	4.130	- 440	+ 30
	Dicembre	5.260	4.550	540	790	5.800	5.340	+ 440	+ 80
	1966 Marzo	5.440	4.880	620	850	6.060	5.730	+ 150	- 20
Svezia . . . . .	1964 Dicembre	110	230	50	110	160	340		
	1965 Marzo	130	180	70	110	200	290	- 70	- 20
	Dicembre	150	260	70	160	220	420	+ 60	+ 50
	1966 Marzo	140	230	100	150	240	380	- 20	- 40
Svizzera <sup>4</sup> . . . .	1964 Dicembre	1.590	2.180	330	560	1.920	2.740		
	1965 Marzo	1.450	2.270	340	510	1.790	2.760	+ 230	- 60
	Dicembre	1.700	2.660	360	550	2.060	3.210	+ 140	+ 20
	1966 Marzo	1.490	2.520	360	560	1.850	3.080	+ 70	+ 10
Totale . . . . .	1964 Dicembre	14.610	14.590	2.940	3.640	17.550	18.230		
	1965 Marzo	14.070	14.170	3.140	3.490	17.210	17.660	+ 120	- 350
	Dicembre	16.270	17.060	3.210	4.050	19.480	21.110	+ 690	+ 490
	1966 Marzo	15.080	16.610	3.810	4.410	18.890	21.020	+ 740	- 240

<sup>1</sup> Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. <sup>2</sup> Tutte le altre valute, ma principalmente sterline. <sup>3</sup> Soltanto verso le banche. <sup>4</sup> Compresa le attività in eurodivise della BRI.

Banche commerciali di dieci 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		Variazioni nella posizione netta	
		Passi- vità	Atti- vità	Passi- vità	Atti- vità	Passi- vità	Atti- vità	Dollari S.U.	Altre valute
milioni di dollari S.U.									
Belgio . . .	1964 Dicembre	330	260	380	60	710	320		
	1965 Marzo	350	310	300	60	650	370	+ 30	+ 80
	Dicembre	460	350	410	100	870	450	- 70	- 70
	1966 Marzo	460	420	460	110	920	530	+ 70	- 40
Canada . . .	1964 Dicembre	910	1.210	20 <sup>2</sup>	30 <sup>2</sup>	930	1.240		
	1965 Marzo	1.010	1.010	30 <sup>2</sup>	30 <sup>2</sup>	1.040	1.040	-300	- 10
	Dicembre	1.390	900	30 <sup>2</sup>	40 <sup>2</sup>	1.420	940	-490	+ 10
	1966 Marzo	1.190	850	30 <sup>2</sup>	40 <sup>2</sup>	1.220	890	+ 150	-
Francia <sup>3</sup> . . .	1964 Dicembre	730	660	400	340	1.130	1.000		
	1965 Marzo	660	660	330	350	990	1.010	+ 70	+ 80
	Dicembre	940	1.010	360	370	1.300	1.380	+ 70	- 10
	1966 Marzo	680	910	430	410	1.110	1.320	+ 160	- 30
Germania . .	1964 Dicembre	390	170	40	10	430	180		
	1965 Marzo	190	170	30	20	220	190	+ 200	+ 20
	Dicembre	300	240	30	10	330	250	- 40	- 10
	1966 Marzo	240	300	20	10	260	310	+ 120	+ 10
Giappone . .	1964 Dicembre	350	550	100	260	450	810		
	1965 Marzo	380	550	100	230	480	780	- 30	- 30
	Dicembre	390	690	100	240	490	930	+ 130	+ 10
	1966 Marzo	430	670	90	210	520	880	- 60	- 20
Italia . . . .	1964 Dicembre	1.250	600	210	150	1.460	750		
	1965 Marzo	1.030	640	250	110	1.280	750	+ 260	- 80
	Dicembre	1.420	1.370	250	200	1.670	1.570	+ 340	+ 90
	1966 Marzo	950	1.110	280	270	1.240	1.380	+ 200	+ 40
Paesi Bassi .	1964 Dicembre	320	300	100	100	420	400		
	1965 Marzo	300	340	100	110	400	450	+ 60	+ 10
	Dicembre	470	340	140	90	610	430	- 170	- 60
	1966 Marzo	480	280	190	140	670	420	- 70	-
Regno Unito.	1964 Dicembre	3.640	2.460	.	.	.	.		
	1965 Marzo	4.060	1.950	.	.	.	.	- 730	.
	Dicembre	4.710	2.950	.	.	.	.	+ 350	.
	1966 Marzo	4.770	2.660	.	.	.	.	- 350	.
Svezia . . .	1964 Dicembre	80	140	30	20	110	160		
	1965 Marzo	90	110	40	30	130	140	- 40	-
	Dicembre	120	170	50	40	170	210	+ 30	-
	1966 Marzo	120	130	50	30	170	160	- 40	- 10
Svizzera <sup>4</sup> . .	1964 Dicembre	1.440	1.610	180	120	1.620	1.730		
	1965 Marzo	1.290	1.800	150	70	1.440	1.870	+ 340	- 20
	Dicembre	1.550	2.160	170	90	1.720	2.250	+ 100	-
	1966 Marzo	1.320	2.070	160	110	1.480	2.160	+ 140	+ 30
Totale . .	1964 Dicembre	9.640	7.960	.	.	.	.		
	1965 Marzo	9.360	7.540	.	.	.	.	- 140	.
	Dicembre	11.750	10.180	.	.	.	.	+ 250	.
	1966 Marzo	10.650	9.400	.	.	.	.	+ 320	.

<sup>1</sup> Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. <sup>2</sup> Tutte le altre valute, ma principalmente sterline. <sup>3</sup> Soltanto verso le banche. <sup>4</sup> Compresa le attività in eurodivise della BRI.

le passività sono scese da \$16,3 a 15,1 miliardi e le attività da \$17,1 a 16,6 miliardi. Per le altre valute dichiarate, le passività verso l'estero delle banche sono cresciute da \$3,2 a 3,8 miliardi e le attività da \$4,1 a 4,4 miliardi. Al netto le attività delle banche in tutte le valute dichiarate sono aumentate, durante questo trimestre, da \$1,6 a 2,1 miliardi.

La flessione delle attività e passività delle banche in valute estere, avvenuta nella prima metà del 1965, è dovuta in parte a circostanze stagionali e in parte al programma americano di limitazioni volontarie. La nuova fase di espansione del mercato, nel secondo semestre, è stata determinata in parte dall'afflusso di fondi di istituti monetari ufficiali europei. Durante il terzo trimestre si è registrato un notevole incremento nelle operazioni di riporto di dollari fra l'Ufficio italiano dei cambi e le banche commerciali italiane. L'ulteriore espansione del mercato nei tre mesi successivi è dovuta in gran parte a elementi stagionali. Il fatto che questa nuova espansione sia stata accompagnata da un aumento delle attività nette delle banche dichiaranti trova spiegazione in due ordini di circostanze. In primo luogo, anche per effetto del programma americano di limitazioni volontarie, si è accresciuto il flusso netto di fondi dai paesi dichiaranti verso gli Stati Uniti e, secondariamente, i fondi ufficiali, che sono affluiti sul mercato, si sono rispecchiati anzitutto sul lato attivo delle posizioni delle banche.

**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 S.U.					
Dicembre 1964 . . . . .	14.610	14.590	— 20	9.640	7.960	— 1.680
Marzo 1965 . . . . .	14.070	14.170	+ 100	9.360	7.540	— 1.820
Giugno 1965 . . . . .	13.900	14.200	+ 300	9.330	7.580	— 1.750
Settembre 1965 . . . . .	14.690	15.650	+ 960	10.230	8.470	— 1.760
Dicembre 1965 . . . . .	16.270	17.060	+ 790	11.750	10.180	— 1.570
Marzo 1966 . . . . .	15.080	16.610	+ 1.530	10.650	9.400	— 1.250

La flessione nelle posizioni globali delle banche nel primo trimestre del 1966 ha avuto natura stagionale. L'aumento nelle posizioni in valute diverse dal dollaro e quello nelle attività nette in dollari possono, comunque, essere attribuiti al maggiore costo e alla minore disponibilità dei crediti in dollari. Questa situazione ha contribuito ad espandere il volume delle operazioni effettuate in valute diverse dal dollaro e nello stesso tempo a spostare la destinazione dei prestiti concessi dalle banche dichiaranti verso gli Stati Uniti, a preferenza dei propri residenti.

Nel 1965, l'aumento delle attività e passività delle banche ha riguardato principalmente le loro posizioni in dollari. L'andamento delle variazioni in queste posizioni nel corso dell'anno è stato analogo a quello seguito dalle posizioni globali delle banche, e cioè una pausa nei primi sei mesi e una

fase di nuova espansione nella parte successiva dell'anno. Tanto fra le voci dell'attivo che fra quelle del passivo del bilancio, sono state le posizioni in dollari verso paesi diversi dagli Stati Uniti che hanno determinato l'aumento; e infatti le posizioni debitorie in dollari verso gli Stati Uniti sono diminuite di \$0,5 miliardi in seguito ai ritiri di fondi di questo paese, soprattutto attraverso il Canada. Di conseguenza, la posizione netta in dollari delle banche è passata nel corso del 1965 da una situazione di quasi equilibrio ad un attivo netto di \$0,8 miliardi; questa variazione ha avuto luogo specialmente nel terzo trimestre dell'anno. Le posizioni in dollari fuori degli Stati Uniti sono peraltro risultate più stabili, poichè le passività nette sono diminuite leggermente da \$1,7 a 1,6 miliardi.

Nel primo trimestre del 1966 la posizione netta delle banche in dollari verso non residenti ha subito un miglioramento di \$0,7 miliardi: di questo importo più della metà riguarda la posizione verso gli Stati Uniti.

L'aumento verificatosi nel 1965 nelle posizioni in dollari a breve delle banche dichiaranti ha coinciso con una sensibile espansione nei finanziamenti di altra natura in dollari "oltre frontiera", quali, in particolare, le emissioni obbligazionarie effettuate in Europa e stilate in questa valuta. Non è affatto una coincidenza che il mercato dell'eurodollaro e il mercato delle euro-obbligazioni possano svilupparsi congiuntamente. In primo luogo, infatti, è del tutto probabile che i proventi dalle emissioni obbligazionarie in dollari effettuate in Europa - nei limiti in cui non sono utilizzati dagli emittenti per finanziare spese immediate - saranno temporaneamente impiegati sul mercato dell'eurodollaro. Inoltre, le banche europee, che garantiscono queste emissioni obbligazionarie, si trovano nella necessità di accantonare una riserva di dollari per l'eventualità di dover acquistare in proprio la parte di titoli che il mercato non può assorbire immediatamente. E' probabile che questa riserva di dollari tenda a crescere in futuro e venga mantenuta in parte sul mercato dell'eurodollaro.

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

Durante il 1965 si è verificato un ulteriore, notevole aumento nelle posizioni valutarie delle banche del Regno Unito. Le passività sono cresciute da \$4,9 a 5,8 miliardi, corrispondenti a circa la metà dell'aumento registrato nelle posizioni debitorie di tutte le banche dichiaranti, mentre le attività sono aumentate da \$4,3 a 5,3 miliardi. Pertanto l'indebitamento netto delle banche verso l'estero in valute diverse da quella nazionale si è ridotto da \$570 a 460 milioni.

Durante il primo trimestre del 1965, le passività nette in dollari delle banche del Regno Unito hanno subito un incremento di \$440 milioni. Questa variazione è stata determinata, in parte, da elementi stagionali; tuttavia, la sua ampiezza è da attribuire alla tensione monetaria interna e soprattutto al pesante indebitamento delle autorità locali del Regno Unito. La posizione delle banche nei confronti dell'Europa occidentale si è deteriorata di \$760

milioni, mentre quella creditoria netta verso l'America del Nord è migliorata di \$400 milioni. Nel rimanente periodo del 1965, il miglioramento della posizione netta in dollari delle banche britanniche è stato esattamente uguale in ampiezza al deterioramento avvenuto nel primo trimestre. Nel secondo trimestre la situazione monetaria è migliorata all'interno del paese, perchè la posizione del Tesoro è diventata nuovamente passiva e le autorità locali hanno interrotto l'indebitamento sul mercato dell'eurodollaro e iniziato il rimborso dei prestiti, utilizzando a tal fine in parte le loro entrate e in parte le maggiori facilitazioni creditizie loro offerte dal Consiglio per il finanziamento delle opere pubbliche, al quale dette autorità hanno fatto ricorso in misura massiccia fra l'aprile e il luglio. Inoltre, a partire dal maggio 1965, i prestiti bancari sono stati assoggettati nel Regno Unito a restrizioni quantitative. In seguito a questi avvenimenti, le posizioni nette in dollari delle banche del Regno Unito verso non residenti hanno subito un aumento di \$250 milioni nel secondo trimestre, e di altri \$140 milioni nel terzo, cioè nel periodo in cui le operazioni a termine sulla sterlina sono state effettuate in prevalenza ad uno sconto elevato, determinando un margine di arbitraggio in favore del dollaro.

Nel primo trimestre del 1966 la posizione in valute estere delle banche ha continuato ad ampliarsi. Le passività sono aumentate da \$5,8 a 6,1 miliardi e le attività da \$5,3 a 5,7 miliardi. Le posizioni debitorie nette si sono ridotte da \$460 a 330 milioni scendendo così ad un livello inferiore di \$650 milioni rispetto a quello di un anno prima. In seguito all'aumentato indebitamento delle banche americane sul mercato di Londra, i crediti netti in dollari verso gli Stati Uniti sono passati da \$1.050 a 1.550 milioni mentre i debiti netti in dollari nei confronti del resto del mondo hanno avuto un incremento da \$1.760 a 2.110 milioni.

Nel corso del 1965, le banche giapponesi, che dal punto di vista dell'ampiezza delle posizioni valutarie vengono subito dopo quelle britanniche, hanno migliorato di \$240 milioni le loro posizioni nette in dollari verso non residenti. Le passività sono cresciute di \$170 milioni e i loro crediti di \$410 milioni. Nei confronti degli Stati Uniti, cioè del paese nel quale viene detenuta la maggior parte delle passività e attività, il miglioramento netto è stato di \$140 milioni; esso è da ascrivere al favorevole andamento della bilancia dei pagamenti giapponese e alle condizioni di relativa abbondanza del mercato monetario interno. I crediti netti in dollari verso il resto del mondo hanno subito un'espansione di \$100 milioni.

Le banche canadesi sono state quelle più direttamente colpite dall'introduzione del programma di limitazioni volontarie adottato dagli Stati Uniti. Infatti durante i primi nove mesi del 1965 le loro passività in dollari S.U. verso gli Stati Uniti sono diminuite da \$1.680 a 1.090 milioni. Le banche hanno reagito a questa situazione incrementando di \$470 milioni le passività e contemporaneamente riducendo di \$400 milioni le attività verso il resto del mondo; per contro i loro crediti sugli Stati Uniti sono diminuiti soltanto di \$40 milioni. Il fatto che dal resto del mondo siano stati importati più fondi di quanti fossero necessari per compensare il deflusso netto verso gli



Stati Uniti può essere spiegato soprattutto alla luce delle esigenze di credito delle filiali e consociate di imprese americane in Canada, le quali si sono trovate di fronte a maggiori difficoltà nel reperire finanziamenti negli Stati Uniti. Le passività delle banche canadesi verso propri residenti, pertanto, sono state ridotte di \$160 milioni, mentre le attività verso gli stessi hanno avuto un incremento di \$210 milioni.

Fra il settembre 1965 e il marzo 1966 l'andamento che aveva caratterizzato i precedenti nove mesi si è invertito. Come conseguenza di una riduzione di \$340 milioni nelle attività in dollari S.U. verso gli Stati Uniti e di un aumento di \$220 milioni nelle attività verso residenti, le posizioni nette delle banche canadesi rispetto agli Stati Uniti e ai propri residenti si sono deteriorate rispettivamente di \$100 e 110 milioni; nello stesso tempo la posizione netta nei confronti del resto del mondo ha avuto un miglioramento di \$230 milioni.

Fra il marzo 1965 e il marzo 1966, le banche svizzere hanno ridotto i crediti netti in dollari verso gli Stati Uniti da \$310 a 280 milioni, ma hanno esteso da \$510 a 750 milioni le attività nette nei confronti del resto del mondo. Le loro posizioni nelle altre valute dichiarate hanno subito scarse modificazioni globali.

Nel periodo in esame la più ampia variazione nelle posizioni valutarie nette delle banche dichiaranti verso non residenti si è verificata in Italia. Durante i primi nove mesi del 1965 le passività nette delle banche italiane, che alla fine del 1964 ammontavano a \$700 milioni, sono state gradatamente eliminate fino a far emergere una situazione netta attiva per \$30 milioni. Il miglioramento è stato realizzato principalmente attraverso le operazioni dell'Ufficio italiano dei cambi, il quale ha fornito alle banche italiane dollari per un importo di \$1.170 milioni mediante riporti contro lire. Questi dollari sono stati utilizzati dalle banche in parte per ridurre i loro debiti valutari ma prevalentemente per concedere prestiti sia a non residenti che a residenti. In questo periodo di nove mesi le banche hanno quindi ridotto le loro passività in dollari rispetto a paesi diversi dagli Stati Uniti da \$1.250 a 940 milioni e hanno raddoppiato le loro attività in dollari verso non residenti da \$600 a 1.200 milioni. Il credito netto da loro concesso a residenti è aumentato di \$260 milioni soprattutto sotto forma di franchi svizzeri e di marchi tedeschi.

Nell'ultimo trimestre, un maggiore indebitamento sull'estero nel quadro delle operazioni di fine anno e una pausa nei riporti di dollari effettuati dall'Ufficio italiano dei cambi hanno provocato un temporaneo peggioramento della posizione valutaria delle banche. Nel primo trimestre del 1966 l'andamento favorevole è ricominciato: al contrario di quanto era avvenuto nei primi nove mesi del 1965 quando l'intero miglioramento fu realizzato nella posizione in dollari, fra il settembre 1965 e il marzo 1966 i crediti netti in questa valuta sono diminuiti da \$110 a 60 milioni, mentre la posizione netta nelle altre valute dichiarate è passata da un passivo di \$80 milioni ad un attivo di \$60 milioni.

Nel periodo dal dicembre 1964 al marzo 1966 le attività e passività valutarie delle banche francesi sono aumentate sensibilmente: le prime da \$380 a 1.900 milioni e le seconde da \$150 a 1.520 milioni. Al netto la posizione è quindi migliorata di \$230 milioni. L'incremento delle attività ha avuto luogo principalmente in dollari, mentre le passività si sono sviluppate soltanto in relazione alle altre valute. Come risultato i crediti netti in dollari sono cresciuti da \$50 a 390 milioni e la posizione netta nelle altre valute dichiarate ha subito un deterioramento di \$110 milioni.

Nei Paesi Bassi il principale fatto nuovo del 1965 e del primo trimestre del 1966 è stato il passaggio, nella posizione netta delle banche in dollari verso non residenti, da un saldo attivo di \$30 milioni ad un saldo passivo di \$210 milioni. Nel primo trimestre del 1965 la posizione creditoria netta è leggermente migliorata, raggiungendo l'importo di \$60 milioni, ma da allora l'andamento si è invertito a causa delle maggiori restrizioni applicate sul mercato creditizio interno. Nei successivi dodici mesi, le banche hanno visto crescere le loro passività in dollari verso non residenti di \$210 milioni mentre i loro crediti della stessa natura si sono ridotti di \$60 milioni. Sembra che una parte del maggior volume di dollari introitati dalle banche sia stata utilizzata per operazioni di riporto contro altre valute, nei confronti delle quali la posizione netta è migliorata da \$140 a 210 milioni.

A prescindere dal Canada, la Germania è stato il solo paese, fra quelli dichiaranti, in cui le posizioni in dollari delle banche verso non residenti sono risultate, alla fine del 1965, inferiori rispetto a dodici mesi prima. Durante il primo trimestre, le passività sono diminuite da \$440 a 230 milioni, soprattutto per effetto del rimborso di debiti contratti sulla fine del 1964. Le passività sono poi aumentate nel rimanente periodo dell'anno, ma poichè le operazioni delle banche di fine 1965 sono state condotte su scala minore rispetto all'anno precedente, le loro passività in dollari hanno raggiunto, alla fine del periodo in esame, appena \$370 milioni. La minore consistenza delle operazioni di fine anno effettuate nel 1965 è messa in evidenza anche dal fatto che le passività in dollari si sono ridotte, nel primo trimestre del 1966, soltanto di \$90 milioni.

#### **Struttura e dimensioni del mercato dell'eurodollaro.**

L'attività che ha luogo sul mercato dell'eurodollaro consiste, in sostanza, nell'acquisto di dollari da parte di banche situate fuori degli Stati Uniti, realizzato per lo più mediante l'accettazione di depositi, ma anche, entro certi limiti, attraverso operazioni di riporto di altre valute contro dollari, e nel successivo prestito di questi dollari, spesso nel frattempo ridepositati presso altre banche, a prenditori non bancari in qualunque parte del mondo. La tabella che segue costituisce un tentativo di stabilire per i soli otto paesi europei dichiaranti (cioè esclusi i dati relativi alle banche del Canada e del Giappone) tanto il volume di questa attività alla fine del 1964 e del 1965, quanto le origini e gli impieghi principali dei relativi fondi.

**Banche europee dichiaranti: Posizioni verso non residenti in dollari fuori e all'interno della propria area.**

Posizioni	1964	1965				1966
	dicembre	marzo	giugno	settembre	dicembre	marzo
	milioni di dollari S.U.					
<b>Passività</b>						
Altri paesi dell'Europa occidentale . . .	800	810	730	910	850	770
Europa orientale . . . . .	260	230	170	210	290	220
Canada . . . . .	980	700	480	530	560	490
Giappone . . . . .	40	40	50	60	50	60
America latina . . . . .	610	650	690	680	720	710
Medio Oriente . . . . .	680	760	800	820	840	860
Altri paesi . . . . .	740	650	730	770	850	860
<b>Totale . . . . .</b>	<b>4.010</b>	<b>3.840</b>	<b>3.650</b>	<b>3.980</b>	<b>4.160</b>	<b>3.970</b>
Stati Uniti . . . . .	1.260	1.220	1.270	1.290	1.980	1.450
<b>Totale fuori della propria area.</b>	<b>5.270</b>	<b>5.060</b>	<b>4.920</b>	<b>5.270</b>	<b>5.540</b>	<b>5.420</b>
Posizione nella propria area . . . . .	4.370	4.130	4.220	4.500	5.810	5.050
<b>Totale complessivo. . . . .</b>	<b>9.640</b>	<b>9.190</b>	<b>9.140</b>	<b>9.770</b>	<b>11.350</b>	<b>10.470</b>
<b>Attività</b>						
Altri paesi dell'Europa occidentale . . .	380	390	420	480	670	610
Europa orientale . . . . .	460	440	500	500	540	580
Canada . . . . .	430	460	480	670	680	500
Giappone . . . . .	440	460	450	470	510	530
America latina . . . . .	290	270	320	360	380	400
Medio Oriente . . . . .	110	120	100	140	170	150
Altri paesi . . . . .	120	130	180	210	270	310
<b>Totale . . . . .</b>	<b>2.230</b>	<b>2.270</b>	<b>2.450</b>	<b>2.830</b>	<b>3.220</b>	<b>3.080</b>
Stati Uniti . . . . .	3.010	3.130	3.040	3.350	3.180	3.690
<b>Totale fuori della propria area.</b>	<b>5.240</b>	<b>5.400</b>	<b>5.490</b>	<b>6.180</b>	<b>6.400</b>	<b>6.770</b>
Posizione nella propria area . . . . .	3.960	3.710	3.800	4.140	5.370	4.800
<b>Totale complessivo. . . . .</b>	<b>9.200</b>	<b>9.110</b>	<b>9.290</b>	<b>10.320</b>	<b>11.770</b>	<b>11.570</b>
<b>Posizione netta</b>						
Altri paesi dell'Europa occidentale . . .	— 420	— 420	— 310	— 430	— 180	— 160
Europa orientale . . . . .	200	210	330	290	250	360
Canada . . . . .	— 450	— 240	—	140	120	10
Giappone . . . . .	400	420	400	410	460	470
America latina . . . . .	— 320	— 380	— 370	— 320	— 340	— 310
Medio Oriente . . . . .	— 570	— 640	— 700	— 680	— 670	— 710
Altri paesi . . . . .	— 620	— 520	— 550	— 560	— 580	— 550
<b>Totale . . . . .</b>	<b>— 1.780</b>	<b>— 1.570</b>	<b>— 1.200</b>	<b>— 1.150</b>	<b>— 940</b>	<b>— 890</b>
Stati Uniti . . . . .	1.750	1.910	1.770	2.060	1.800	2.240
<b>Totale fuori della propria area.</b>	<b>— 30</b>	<b>340</b>	<b>570</b>	<b>910</b>	<b>860</b>	<b>1.350</b>
Posizione nella propria area . . . . .	— 410	— 420	— 420	— 360	— 440	— 250
<b>Totale complessivo. . . . .</b>	<b>— 440</b>	<b>— 80</b>	<b>150</b>	<b>550</b>	<b>420</b>	<b>1.100</b>

Le origini e gli impieghi degli eurodollari sono stati divisi in due gruppi a seconda che appartengano o meno all'area degli otto paesi europei dichiaranti. I componenti "Fuori dell'area" sono stati poi a loro volta distinti fra quelli situati negli Stati Uniti e quelli situati altrove all'esterno dell'area dichiarante. Per quanto riguarda le origini e gli impieghi "All'interno dell'area", essi sono stati ripartiti in tre sottocategorie: 1) dollari ricevuti da istituti monetari ufficiali; 2) dollari ricevuti da, o mutuati a, persone o

Flusso dei fondi sul mercato dell'eurodollaro (stime).

Posizioni	Origini		Impieghi		Netto	
	fine 1964	fine 1965	fine 1964	fine 1965	fine 1964	fine 1965
milioni di dollari S.U.						
<b>Fuori dell'area</b>						
Stati Uniti . . . . .	700	800	1.450	1.800	+ 750	+ 1.000
Altri paesi . . . . .	4.000	4.200	2.250	3.200	- 1.750	- 1.000
<b>Totale . . . . .</b>	<b>4.700</b>	<b>5.000</b>	<b>3.700</b>	<b>5.000</b>	<b>- 1.000</b>	<b>—</b>
<b>All'interno dell'area</b>						
Istituti monetari ufficiali . . . . .	800	2.250	—	—	- 800	- 2.250
Non residenti (escluse le banche) . . . . .	800	1.000	500	600	- 300	- 400
Residenti non bancari più riporti di o contro valuta nazionale o di paesi terzi <sup>1</sup> . . . . .	1.200	1.250	3.300	3.900	+ 2.100	+ 2.650
<b>Totale . . . . .</b>	<b>2.800</b>	<b>4.500</b>	<b>3.800</b>	<b>4.500</b>	<b>+ 1.000</b>	<b>—</b>
<b>Dimensione totale del mercato . . . . .</b>	<b>7.500<sup>2</sup></b>	<b>9.500</b>	<b>7.500<sup>2</sup></b>	<b>9.500</b>	<b>—</b>	<b>—</b>

<sup>1</sup> Esclusi i riporti eseguiti in base a speciali accordi con istituti monetari ufficiali ma compresi, nella colonna "Impieghi", gli eurodollari utilizzati dalle banche dichiaranti per scopi di liquidità o operazioni di fine anno. <sup>2</sup> Queste stime non sono confrontabili con i dati pubblicati nella Relazione Annuale dello scorso anno sull'ampiezza del mercato alla fine di marzo 1965, perchè esse non comprendono il Giappone mentre sono più complete sotto altri aspetti.

istituzioni non bancarie situate in uno degli otto paesi, ma non nel paese della singola banca dichiarante; 3) dollari che la singola banca dichiarante ha ricevuto da, o mutuato a, residenti non bancari del proprio paese. Quest'ultima sottocategoria comprende altresì, per quanto riguarda le origini, i dollari acquistati mediante operazioni di riporto e, per quanto riguarda gli impieghi, i dollari ceduti mediante riporti contro altre valute.

Qualsiasi tentativo di dare una valutazione quantitativa della dimensione e struttura del mercato dell'eurodollaro incontra inevitabilmente difficoltà. Sul piano concettuale, il maggior problema consiste nello stabilire quale aliquota delle posizioni in dollari verso gli Stati Uniti debba essere riferita al mercato dell'eurodollaro. Anche prima che questo mercato si formasse, le banche fuori degli Stati Uniti avevano posizioni debitorie e creditorie in dollari verso tale paese: le prime si costituivano mediante l'utilizzo di linee di credito messe a disposizione da banche americane, mentre le seconde erano rappresentate in parte da saldi di esercizio e in parte da strumenti del mercato monetario degli Stati Uniti. Poichè questi fondi differiscono sostanzialmente da quelli tipici del mercato dell'eurodollaro, essi sono stati esclusi, con un calcolo approssimativo, dagli importi che figurano nella prima linea della tabella.

Difficoltà di ordine statistico derivano poi dalla mancanza di dati: esse sono notevoli specialmente nella compilazione della parte inferiore della tabella. La seconda e la terza voce, infatti, non sono altro che approssimazioni, essendo risultate molto lacunose le rilevazioni sulle posizioni verso non residenti (escluse le banche), sulle transazioni con residenti e sui riporti di o contro dollari. Anche con tali limitazioni, però, i dati offrono qualche

utile indicazione sulla dimensione e struttura delle posizioni debitorie e creditorie nette in eurodollari delle banche commerciali degli otto paesi europei.

Per quanto riguarda le passività, il totale dei fondi in eurodollari a disposizione di queste banche alla fine del 1965 può essere fatto ammontare a circa \$9,5 miliardi, di cui \$5 miliardi provenienti da fonti "Fuori dell'area" e riguardanti gli Stati Uniti per il modesto importo di \$800 milioni; i restanti \$4,5 miliardi sono originati all'interno dell'area dichiarante e di essi gli istituti monetari ufficiali ne hanno forniti il quantitativo maggiore, cioè \$2,3 miliardi. Le due fonti ufficiali principali sono state l'Ufficio italiano dei cambi con \$1,5 miliardi alla fine del 1965, e la BRI con i suoi depositi in dollari fuori degli Stati Uniti.

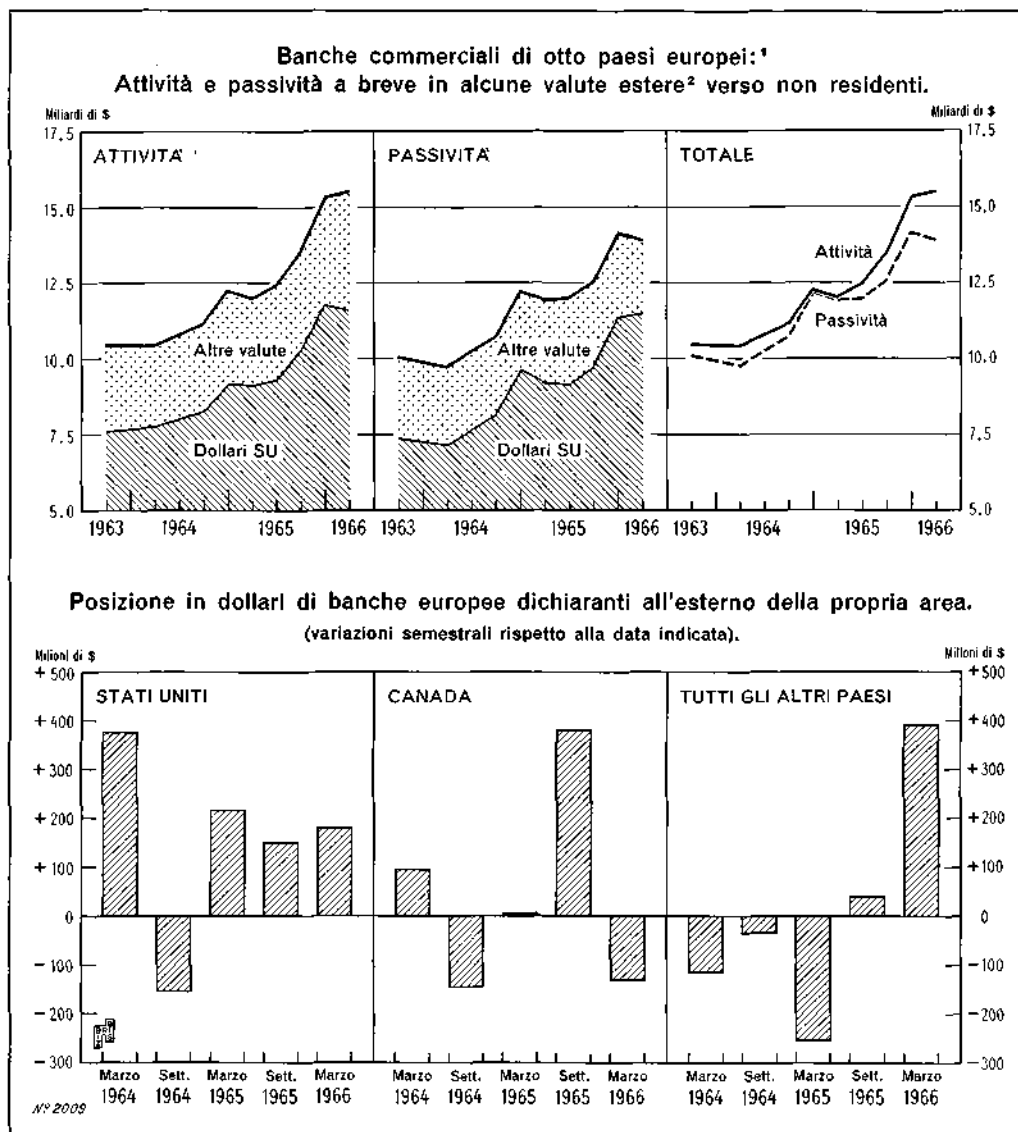
Per quanto concerne le attività, i crediti "Fuori dell'area" possono essere stimati alla fine del 1965 pari a \$5 miliardi e quelli "All'interno dell'area" a \$4,5 miliardi. Al di fuori dell'area degli otto paesi dichiaranti i crediti sugli Stati Uniti ammontavano a \$1,8 miliardi; l'elevatezza di questo importo è dovuta al fatto che le filiali europee delle banche americane, e specialmente quelle di Londra, hanno rimesso alle loro sedi principali negli Stati Uniti un'ingente parte dei propri depositi in dollari. Nell'interno dell'area i crediti sono stati destinati, nella misura di \$3,9 miliardi, a residenti oppure a prenditori cui le banche hanno prestatato i fondi ricevuti attraverso riporti di eurodollari contro altre valute. Anche se non è possibile scindere questo importo, essendo stato fra l'altro calcolato per differenza, si può comunque affermare che la componente maggiore è data dai prestiti concessi dalle banche italiane a propri residenti. Tali prestiti, per lo più in dollari e franchi svizzeri, hanno superato, alla fine del 1965, l'importo di \$1,8 miliardi.

Alla stessa data, le posizioni debitorie e creditorie in eurodollari delle banche europee dichiaranti si sono, nel complesso, pareggiate all'interno e all'esterno dell'area. Tuttavia nell'ambito di queste due grandi aree, si sono formate importanti posizioni nette attive o passive. Al di fuori dell'area dichiarante, le banche sono state creditrici nette per circa \$1 miliardo verso gli Stati Uniti e debitorici nette per un importo pressochè uguale verso gli altri paesi. All'interno dell'area, gli istituti monetari ufficiali figurano ovviamente soltanto sul lato delle origini, mentre sul lato degli impieghi la contropartita relativa appare soprattutto nei crediti delle banche verso non residenti.

La tabella fornisce anche un'idea di alcuni dei principali sviluppi verificatisi sul mercato dell'eurodollaro nel 1965. La dimensione totale netta di esso appare essersi ampliata di \$2 miliardi, passando da \$7,5 a 9,5 miliardi. La maggior parte dell'aumento nell'offerta è stata determinata dall'incremento di \$1,5 miliardi nel quantitativo di dollari messo a disposizione del mercato attraverso fonti ufficiali all'interno dell'area. Inoltre circa \$200 milioni di nuovi fondi sono affluiti da paesi fuori dell'area (esclusi gli Stati Uniti), \$100 milioni dagli Stati Uniti e altri \$250 milioni dal settore non bancario dei paesi europei dichiaranti. Per quanto riguarda l'utilizzo dei \$2 miliardi che rappresentano l'incremento del mercato dell'eurodollaro, le attività delle banche dichiaranti hanno registrato un'espansione di circa \$350 milioni nei

confronti degli Stati Uniti, di \$950 milioni rispetto al resto del mondo al di fuori dell'area dichiarante (di cui \$300 milioni si riferiscono agli "Altri paesi dell'Europa occidentale") e di \$700 milioni nei confronti del proprio gruppo di paesi. Quest'ultimo importo comprenderebbe gli impieghi in proprio di eurodollari da parte delle banche dichiaranti per le operazioni di fine anno.

Come risultato, la posizione netta delle banche dichiaranti è migliorata, passando da circa \$750 a 1.000 milioni rispetto agli Stati Uniti, e da un passivo di \$1.750 milioni ad uno di \$1.000 milioni nei confronti degli altri paesi fuori dell'area; per contro, la posizione netta verso residenti all'interno del gruppo si è ridotta da un attivo di \$1 miliardo ad una situazione grosso modo di pareggio.



<sup>1</sup> Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera. <sup>2</sup> Dollari S.U., sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi e lire.

Circa le posizioni verso gli altri paesi esclusi Stati Uniti, il Medio Oriente e l'America latina hanno rafforzato la loro funzione di fornitori netti di eurodollari. D'altro canto, si è notevolmente contratta l'offerta netta proveniente da "Altri paesi dell'Europa occidentale", mentre il Canada, che era stato uno dei più importanti fornitori di eurodollari, è diventato un utilizzatore netto. I prestiti netti al Giappone e ai paesi dell'Europa orientale hanno continuato ad espandersi.

Nel primo trimestre del 1966 la dimensione del mercato si è forse alquanto ristretta. I fondi offerti da non residenti "All'interno dell'area" e da paesi che ne sono al di fuori si sono contratti di circa \$250 milioni mentre il volume di eurodollari provenienti da fonti ufficiali è stato inferiore di circa \$100 milioni. Tuttavia sembra che una parte di questa flessione sia stata compensata mediante operazioni di riporto di altre valute contro dollari.

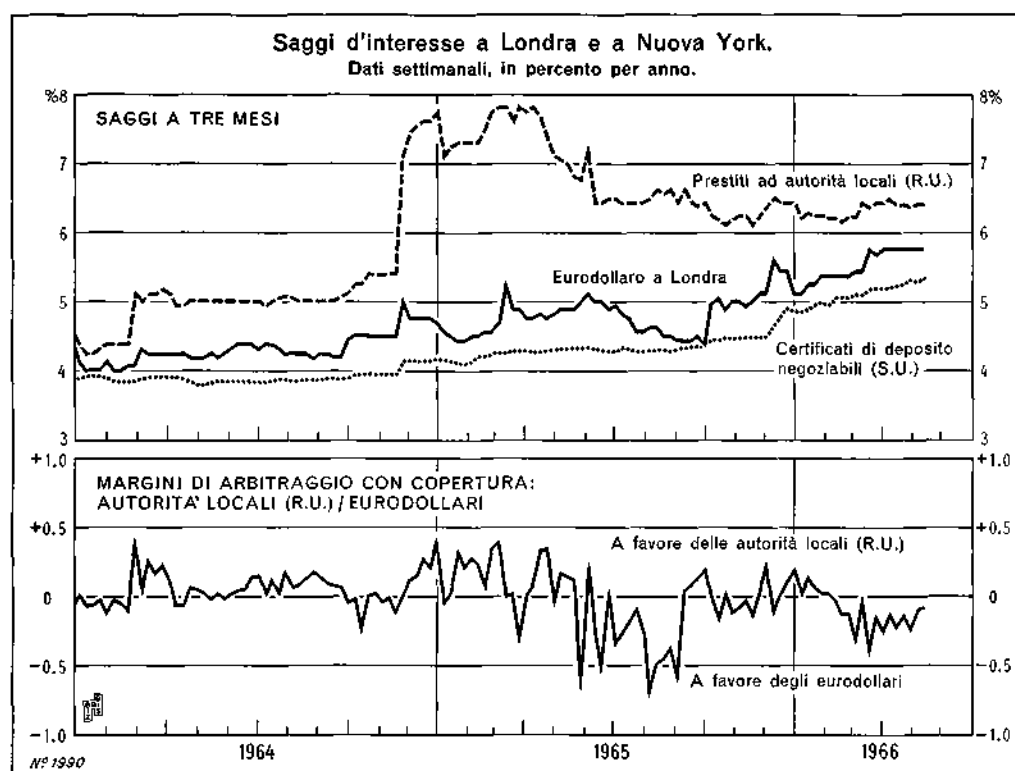
Per quanto riguarda gli impieghi, la variazione di maggiore importanza è stata rappresentata dall'ulteriore riflusso di fondi dall'area dichiarante verso gli Stati Uniti. Tale movimento, la cui ampiezza sembra essere stata dell'ordine di \$0,5 miliardi, è dovuto in parte all'inversione delle operazioni di fine anno delle banche all'interno dell'area dichiarante e in parte alle ulteriori restrizioni creditizie applicate negli Stati Uniti. Complessivamente, fra il dicembre 1964 e il marzo 1966 (cioè, grosso modo nel periodo intercorso dall'introduzione del programma americano di limitazioni volontarie) si calcola che il flusso netto di eurodollari dall'area dichiarante agli Stati Uniti e al Canada sia ammontato a circa \$1,2 miliardi.

#### **Andamento dei saggi d'interesse.**

Durante il 1965, il mercato delle eurodivise ha dovuto adattarsi ad alcune variazioni improvvise nell'offerta e nella domanda e, in complesso, lo ha fatto con una certa elasticità. La funzione assolta dall'intervento delle autorità (in certa misura stimolato da altri motivi) ai fini di questi aggiustamenti è stata già descritta: essa ha avuto particolare importanza e, senza dubbio, ha contribuito a mitigare, anche se non a modificare, l'andamento dei saggi d'interesse, le cui variazioni, relativamente moderate, sono state sufficienti a mantenere il mercato in una posizione di equilibrio.

All'inizio dell'anno, per motivi di stagionalità, i saggi d'interesse per l'eurodollaro scendono sempre ad un basso livello. In gennaio e febbraio il saggio per i depositi a tre mesi, che aveva ceduto dopo l'incremento di fine 1964, si è stabilizzato al 4,5%, cioè approssimativamente mezzo punto al disopra della quota raggiunta un anno prima. La domanda di eurodollari è stata molto sostenuta per tutto febbraio, grazie al fabbisogno di fondi delle autorità locali del Regno Unito e al fatto che il livello, al quale erano mantenuti i cambi a termine della sterlina, era tale da rendere convenienti gli arbitraggi in dollari. All'inizio di marzo si sono cominciati ad avvertire gli effetti dei nuovi provvedimenti degli Stati Uniti, poichè è stata immediatamente ritirata la valuta americana a un mese collocata sul mercato

proprio alla vigilia dell'annuncio dei suddetti provvedimenti: di conseguenza i saggi d'interesse per depositi a tre mesi in eurodollari hanno raggiunto una punta del 5,25%, la quale, però, ha avuto carattere temporaneo. Infatti, avendo i rendimenti più elevati richiamato sul mercato nuovi fondi, il saggio a tre mesi è sceso al 4,875% verso la fine di marzo. Da allora le condizioni sono rimaste pressochè invariate fino a quasi tutto maggio, allorquando il ritiro dei fondi a tre mesi, che erano affluiti sul mercato prima dell'introduzione dei controlli negli Stati Uniti, ha spinto, ai primi di giugno, il saggio per tali scadenze temporaneamente sopra il 5%.



Anche questa fase è stata ben presto seguita da un periodo di accentuato miglioramento. Nella seconda metà di luglio il saggio è caduto al 4,5%, rimanendo vicino a questo livello fino all'inizio di ottobre. Tre sono i fattori che hanno determinato tale situazione. In primo luogo, le operazioni di riporto di dollari contro lire dell'Ufficio italiano dei cambi, particolarmente consistenti nel terzo trimestre, hanno potenziato le offerte in maniera sensibile. Inoltre, il miglioramento di natura stagionale della situazione di cassa delle autorità locali britanniche nonchè, fino a tutto luglio, i cospicui prestiti loro concessi dal Consiglio per il finanziamento delle opere pubbliche, hanno concorso a ridurre la domanda di fondi in eurodollari. Il saggio per i depositi a tre mesi delle autorità locali è diminuito, fra i primi di aprile e giugno, dal 7,75 al 6,5% circa. Infine, essendosi di nuovo ampliato lo sconto a termine sulla sterlina, ne è derivato un sensibile margine di arbitraggio sugli



interessi nelle operazioni con copertura, in favore dei depositi in eurodollari a tre mesi; questo margine, durante il secondo e terzo trimestre, ha fatto sì che le posizioni creditorie in dollari delle banche del Regno Unito siano aumentate di \$400 milioni più di quelle debitorie.

In ottobre il mercato ha dato nuovi segni di irrigidimento, poichè le banche di alcuni paesi stavano predisponendo le operazioni di fine anno: il saggio per i depositi in eurodollari a tre mesi è passato dal 4,5 al 5%. Nello stesso periodo il mercato è stato anche influenzato dall'andamento ascendente dei saggi corrisposti dalle banche americane sui certificati di deposito negoziabili, dalla rinuncia dell'Ufficio italiano dei cambi ad ampliare ulteriormente il volume dei riporti speciali e, infine, dalla scomparsa, in seguito alla ripresa della sterlina, del margine di arbitraggio sugli interessi nelle operazioni con copertura sugli eurodollari a tre mesi relativi ai depositi delle autorità locali britanniche.

Ai primi di dicembre, l'aumento del saggio ufficiale di sconto degli Stati Uniti e del limite massimo degli interessi che le banche americane possono corrispondere sui depositi in base alla Disposizione "Q" ha rafforzato la tendenza al rialzo dei saggi per gli eurodollari. La punta del 5,625% raggiunta in questo periodo è dovuta solo in parte alle circostanze stagionali, perchè anche dopo l'inversione delle operazioni di fine anno, all'inizio di gennaio 1966 il saggio d'interesse a tre mesi è stato del 5,125%, cioè superiore di cinque ottavi di punto rispetto a quello dell'anno precedente. Inoltre, la minore sostenutezza determinata da cause stagionali ha avuto una durata eccezionalmente breve: nella prima metà di gennaio il saggio aveva ripreso a salire e all'inizio di giugno ammontava al 5,75%.

I depositi in eurodollari e i certificati di deposito negoziabili emessi dalle banche negli Stati Uniti non sono, a rigore, confrontabili date le differenze che sussistono fra loro in fatto di liquidità e di rischio, tuttavia lo scarto fra i rendimenti di questi due tipi di attività rappresenta di solito un indice abbastanza attendibile del grado di tensione esistente sul mercato dell'eurodollaro. Rispecchiando le vicissitudini del mercato, durante il 1965 tale scarto ha subito notevoli fluttuazioni.

Come primo effetto del programma di limitazioni volontarie adottato dagli Stati Uniti l'aggio in favore dei depositi in eurodollari a tre mesi è passato, fra l'inizio dell'anno e la metà di marzo 1965, dallo 0,375 all'1%; successivamente è ritornato allo 0,5% ed è rimasto su questo livello fino a giugno. Tale scarto relativamente ampio fornisce la spiegazione del deterioramento, avvenuto nel secondo trimestre, della posizione netta in dollari verso gli Stati Uniti delle banche europee dichiaranti.

Nel terzo trimestre la flessione nel saggio per gli eurodollari ha portato, nella seconda metà di luglio, l'aggio a suo favore allo 0,25%, e in settembre allo 0,125%. Parallelamente, le banche europee dichiaranti hanno migliorato di \$290 milioni la loro posizione netta in dollari verso gli Stati Uniti. L'andamento si è invertito quando, per il nuovo irrigidimento del mer-

cato degli eurodollari, lo scarto ha raggiunto in ottobre lo 0,5%, oscillando poi per il resto dell'anno intorno a questo livello.

Come risultato della domanda proveniente dalle banche americane, per quasi tutto il primo trimestre del 1966 il saggio sugli eurodollari si è sviluppato di pari passo con la tendenza all'aumento nel rendimento dei certificati di deposito S.U. negoziabili e vincolati e lo scarto fra i due saggi si è pertanto mantenuto allo 0,375%. Nella seconda metà di marzo, quando il saggio per gli eurodollari è passato da poco meno del 5,5 al 5,75%, lo scarto si è dilatato di oltre lo 0,5%. Da allora i saggi per gli eurodollari non hanno subito altre variazioni in aumento, mentre il rendimento dei suddetti certificati ha continuato la sua ascesa. Di conseguenza lo scarto si è di nuovo gradualmente attenuato e all'inizio di giugno era soltanto di poco superiore allo 0,25%.

## 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 conformità delle istruzioni ricevute dal Consiglio alla fine del 1964, il Comitato di Direzione ha sottoposto ad esso, nel corso del 1965, proposte particolareggiate sulle condizioni in base alle quali l'Accordo avrebbe potuto rimanere in vigore dopo il 31 dicembre 1965. Queste raccomandazioni sono state successivamente approvate dal Consiglio. Le modificazioni apportate all'Accordo nonché le operazioni e l'amministrazione del Fondo europeo fino al 31 marzo 1966 sono descritte qui di seguito.

### **Proroga dell'Accordo.**

L'Accordo è stato prorogato per un periodo di tre anni, cioè fino al 31 dicembre 1968. Una Parte Contraente può, tuttavia, ritirarsi con preavviso di un anno. Un'altra revisione completa dell'Accordo dovrà essere eseguita non oltre il 30 settembre 1968, allo scopo di decidere in merito alle condizioni di proroga oltre il 31 dicembre 1968.

Per snellire, se necessario, la procedura relativa alla concessione di crediti al Comitato di Direzione è stato demandato il potere di accordare crediti fino all'importo di \$50 milioni\* in ciascun caso e per periodi non superiori ad un anno. Spetta al Comitato decidere, per ciascun caso, se seguire questa procedura speciale o quella normale in base alla quale i crediti vengono concessi su parere unanime del Consiglio.

Un'altra modificazione apportata all'Accordo consente all'Organizzazione di decidere, ove lo ritenga opportuno, quando un paese membro, al quale il Fondo ha accordato un credito, non debba essere invitato a partecipare al pagamento di contribuzioni al Fondo, aventi il solo scopo di finanziare i prelievi dal credito in questione.

Questo limitato diritto di differimento si distingue dal differimento generale accordato a paesi membri in virtù della loro speciale situazione

---

\* 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, oro, od unità di conto AME.

economica (attualmente applicabile a Danimarca, Grecia, Islanda, Norvegia e Turchia), perchè esso vale soltanto per quella parte della contribuzione di un paese che verrebbe altrimenti versata per finanziare i prelievi dal proprio credito. Esso cessa di esistere automaticamente non appena il credito in questione è stato rimborsato.

Se tutte le contribuzioni non differite sono state versate e il Fondo necessita ancora di capitale, si dovrà richiedere prima il versamento delle contribuzioni con limitato differimento e poi quello delle contribuzioni cui sia stato concesso un differimento generale.

In base alle disposizioni dell'Accordo che erano precedentemente in vigore, gli importi per finanziamenti temporanei, resi disponibili e non rimborsati alla fine del mese in cui erano stati prelevati, dovevano essere notificati lo stesso mese per il regolamento attraverso il Sistema multilaterale. In conformità delle nuove disposizioni, gli importi per finanziamenti temporanei in essere devono venire notificati per il regolamento soltanto alla fine del mese successivo.

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

*Fondo europeo.* I crediti concessi dal Fondo, in essere dall'aprile 1965 al marzo 1966, 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.

A fine marzo 1965, la consistenza dei crediti ammontava a \$95 milioni. Questo importo era costituito dalla seconda "tranche" del terzo credito, dall'intero quarto credito, nonché dalla prima "tranche" del sesto credito concessi alla Turchia.

Il 30 luglio 1965 è stata resa disponibile la seconda "tranche" di \$25 milioni. La Turchia ha prelevato l'intera "tranche", utilizzandone il ricavo per rimborsare la seconda "tranche", di pari importo, del terzo credito che scadeva alla stessa data. Il 29 ottobre 1965, la Turchia ha rimborsato la prima quota di \$10 milioni del quarto credito, versando \$5 milioni in contante e prelevando \$5 milioni dalla terza "tranche" del sesto credito che era divenuta disponibile lo stesso giorno. Con decorrenza dal 15 marzo 1966, il Comitato di Direzione ha svincolato la quarta "tranche" di \$15 milioni del sesto credito; anche questo importo è stato prelevato interamente e utilizzato per finanziare la seconda quota, di pari importo, del quarto credito, che doveva essere rimborsata alla stessa data.

Il 1° febbraio 1966, il Consiglio ha deciso di accordare alla Grecia un credito di \$30 milioni, con decorrenza dall'8 febbraio 1966. Il credito sarà disponibile per tre anni, il massimo periodo consentito in base all'Accordo, con facoltà di rinnovo ed alla Grecia è stata inoltre concessa la speciale facilitazione, prevista dall'Accordo, di effettuare i rimborsi nel corso di un successivo periodo di due anni, cioè \$5 milioni alla fine del terzo anno,

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 1965				
Turchia (3° credito; 2ª "tranche")	25,0	Dal 1° agosto 1962 al 31 luglio 1965	3,75	0,25
Turchia (4° credito; 1ª e 2ª quota)	25,0	Dal 15 marzo 1963 alle date indicate sotto*	3,50	0,25
Crediti disponibili al 31 marzo 1966				
Turchia (4° credito; saldo) . . .	10,0	Dal 15 marzo 1963 alle date indicate sotto*	3,50	0,25
	15,0	Dal 30 giugno 1963 alle date indicate sotto*		
	20,0	Dal 31 marzo 1965 alle date indicate sotto*	3,75	0,25
Turchia (6° credito; 1ª - 4ª "tranches") . . . . .	25,0	Dal 30 luglio 1965 alle date indicate sotto*		
	5,0	Dal 29 ottobre 1965 alle date indicate sotto*	3,875	0,25
	15,0	Dal 15 marzo 1966 alle date indicate sotto*		
Grecia . . . . .	30,0	Dall' 8 febbraio 1966 alle date indicate sotto*	3,875	0,25
Credito concesso e non disponibile al 31 marzo 1966				
Turchia (6° credito; 5ª "tranche")	5,0	Dal 31 ottobre 1966 alle date indicate sotto*	3,75	0,25

\* Il quarto credito alla Turchia è rimborsabile 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 alla Turchia 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. Il credito alla Grecia dovrà essere rimborsato come segue: 5 milioni il 7 febbraio 1969, 10 milioni il 7 febbraio 1970 e 15 milioni il 7 febbraio 1971.

\$10 milioni alla fine del quarto anno e \$15 milioni alla fine del quinto anno. Il 17 febbraio 1966, la Grecia ha prelevato \$5 milioni dal suo credito e, il 9 marzo 1966, il saldo di \$25 milioni.

Fra il giugno 1959, quando venne effettuato il primo prelievo, e il marzo 1966, sono stati compiuti venticinque prelievi dai crediti accordati dal Fondo, per un totale di \$314,5 milioni; di questo importo sono stati rimborsati \$194,5 milioni. Alla fine di marzo 1966, l'ammontare netto prelevato, ovvero la consistenza dei crediti, era quindi di \$120 milioni, di cui \$90 milioni dovuti dalla Turchia e \$30 milioni dalla Grecia.

La tabella sull'utilizzo dei crediti concessi riporta la posizione dopo le operazioni (il quinto giorno feriale del mese successivo) per ciascun mese dal 1964 al 1966 in cui si sono verificate variazioni e dopo le operazioni di dicembre per gli anni precedenti.

Nel periodo sotto rassegna non vi è stata alcuna richiesta di versamento di capitale, sicchè l'importo delle contribuzioni versate è rimasto invariato a \$38 milioni.

AME: Utilizzo dei crediti concessi.

Dopo le operazioni del mese	Turchia		Spagna		Islanda		Grecia		Totali		
	Disponibile e non prelevato	Prelevi	Disponibile e non prelevato	Prelevi	Disponibile e non prelevato	Prelevi	Disponibile e non prelevato	Prelevi	Disponibile e non prelevato	Prelevi	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											
Dicembre . . . .	—	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
Ottobre . . . . .	—	90,0	—	—	—	—	—	—	—	90,0	90,0
1966											
Febbraio . . . . .	—	90,0	—	—	—	—	25,0	5,0	25,0	95,0	120,0
Marzo . . . . .	—	90,0	—	—	—	—	—	30,0	—	120,0	120,0

*Sistema multilaterale di regolamenti.* Nello scorso esercizio non sono stati prelevati mezzi di finanziamento temporanei. I cambi all'acquisto e alla vendita comunicati dai paesi membri per le loro valute non sono mutati e nessun saldo è stato notificato per essere regolato attraverso il Sistema multilaterale.

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

**Amministrazione dell'Accordo monetario europeo.**

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 la situazione economica e finanziaria 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. Nel dicembre 1965, il Signor Hay è stato rieletto presidente del Comitato di Direzione per un altro anno.

La Banca dei Regolamenti Internazionali, nella sua qualità di Agente, presenta rapporti mensili sulle operazioni eseguite in base all'Accordo e sugli investimenti del Fondo europeo; essa trasmette inoltre mensilmente notizie al Comitato sui mercati internazionali dell'oro e dei cambi, nonché sull'evoluzione della posizione monetaria esterna dei paesi dell'OCSE.

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 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
Aprile . . . . .	89,2	123,5	297,9	120,6	631,3	607,5	23,8
Maggio . . . . .	89,3	123,5	297,9	120,6	631,4	607,5	23,9
Giugno . . . . .	90,9	123,5	297,9	120,6	633,0	607,5	25,5
Luglio . . . . .	90,8	123,5	297,9	120,6	632,8	607,5	25,3
Agosto . . . . .	90,9	123,5	297,9	120,6	633,0	607,5	25,5
Settembre . . . . .	91,0	123,5	297,9	120,6	633,1	607,5	25,6
Ottobre . . . . .	96,2	123,5	297,9	115,6	633,3	607,5	25,8
Novembre . . . . .	96,3	123,5	297,9	115,6	633,4	607,5	25,9
Dicembre . . . . .	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 Gennaio . . . . .	100,9	123,5	297,9	113,1	635,4	607,5	27,9
Febbraio . . . . .	96,0	123,5	297,9	118,1	635,5	607,5	28,0
Marzo . . . . .	71,1	123,5	297,9	143,1	635,6	607,5	28,1

La consistenza dei crediti è passata da \$35 milioni all'inizio del funzionamento dell'Accordo (crediti a lungo termine verso Norvegia e Turchia trasferiti dall'UEP) a \$130,6 milioni alla fine del 1964; di questo importo \$105 milioni costituivano prelievi effettuati su crediti concessi e \$25,6 milioni rappresentavano il saldo di crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia. Quando la Turchia ha rimborsato la terza e quarta quota del credito a breve di \$20 milioni ricevuto nell'aprile 1964, il totale è diminuito di \$5 milioni tanto nel gennaio che nel febbraio 1965. In ottobre 1965 si è ridotto di altri \$5 milioni come risultato netto del rimborso, da parte della Turchia, della prima quota di \$10 milioni del quarto credito e del prelievo, effettuato da questo paese, della terza "tranche" del sesto credito per l'im-

porto di \$5 milioni. Nel dicembre 1965, il quinto rimborso di ammortamento dei crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia ha fatto scendere il totale dei crediti in essere a \$113,1 milioni. Nel marzo 1966, dopo i prelievi effettuati dalla Grecia dal suo nuovo credito, l'importo ha raggiunto il massimo di \$143,1 milioni.

Questi prelievi sono stati pagati interamente con le risorse liquide del Fondo che, nel marzo 1966, si sono ridotte a \$71,1 milioni, che è il livello più basso registrato dal novembre 1964.

Il pagamento degli interessi sulle contribuzioni versate è stato effettuato con lo stesso metodo adottato in anni precedenti, in base al quale l'importo cumulativo degli interessi pagati a ciascun paese rappresenta il 90% della rispettiva partecipazione alle entrate nette che il paese avrebbe ricevuto se il Fondo fosse stato liquidato alla fine del periodo per cui viene pagato l'interesse. Gli interessi distribuiti per i due semestri del 1965 hanno portato l'importo cumulativo degli interessi, finora versati ai paesi membri, a \$5,3 milioni.



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

**1. Operazioni del Dipartimento bancario.**

Il bilancio della Banca al 31 marzo 1966, certificato dai sindaci, è riprodotto alla fine della presente Relazione.

Il totale del bilancio al 31 marzo 1966 ammonta a 7.881.659.477 franchi\* contro 7.850.380.538 franchi al 31 marzo 1965.

Come viene esposto nella Sezione 2 più avanti, questi due importi non sono peraltro interamente confrontabili, perchè il bilancio al 31 marzo 1965 era ancora costituito da due sezioni. Nella loro forma attuale, essi presentano un incremento di 31.278.939 franchi per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1966.

Il totale della prima parte della situazione mensile dei conti è andato crescendo abbastanza regolarmente, per toccare il 31 ottobre 1965 l'importo di 8.496 milioni, che rappresenta l'ammontare più elevato non soltanto dell'esercizio, ma anche dalla fondazione della Banca. Successivamente, esso ha continuato a diminuire, per ridursi, a fine gennaio, allo stesso livello dell'inizio di esercizio, cioè a 7.850 milioni. Al 31 marzo 1966, il totale della prima parte della situazione mensile dei conti non si discostava sensibilmente da tale importo.

**BRI: Totali annuali del bilancio.**

Esercizi finanziari terminati il 31 marzo	Totale del bilancio	Variazione
	milioni di franchi	
1962	4.732*	+ 759
1963	4.950*	+ 218
1964	5.778*	+ 828
1965	7.850*	+ 2.072
1966	7.882	+ 32

\* Prima parte.

Perciò, sebbene nel corso dell'esercizio le variazioni siano state abbastanza importanti, il totale del bilancio della Banca non è mutato di molto.

Dalla tabella a lato 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

\* 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.

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, nonché 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 seguente tabella.

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

Conti	Fine esercizio	
	1965	1966
	milioni di franchi	
Oro in custodia . . . . .	1.383	1.145
Saldi bancari . . . . .	39	32
Effetti e altri titoli . . . . .	780	715
<b>Totale dei conti non inclusi nel bilancio</b>	<b>2.202</b>	<b>1.892</b>

COMPOSIZIONE DELLE RISORSE (passivo).

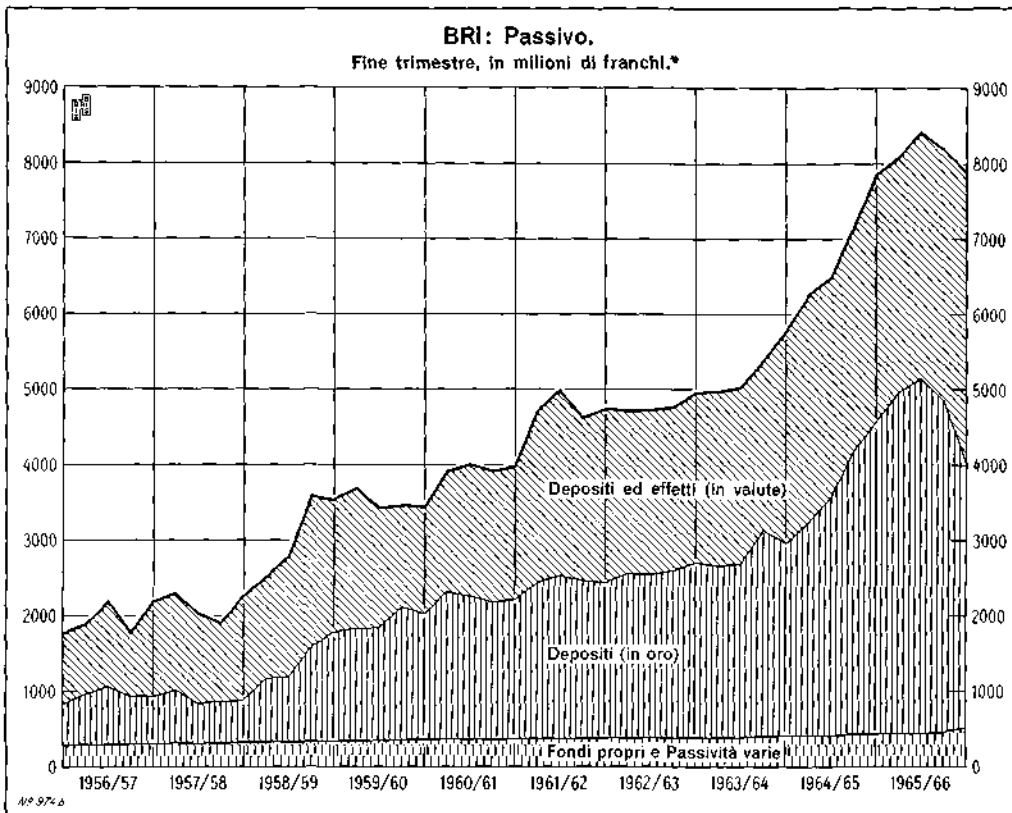
A. Fondi propri.

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

Poichè il Fondo di riserva legale ha raggiunto nel corso del precedente anno finanziario l'importo massimo fissato dagli Statuti, cioè il 10% del capitale versato, e il Fondo di riserva generale non presenta variazioni dall'esercizio 1939-40, anche le riserve della Banca non hanno subito modificazioni, rimanendo ferme a 25,8 milioni.

Il risultato delle operazioni dell'esercizio (vedasi più avanti, Sezione 7, "Risultati finanziari") è che, al 31 marzo 1966, il saldo del Conto profitti e perdite, nel quale sono compresi gli utili netti conseguiti nell'anno finanziario terminato il 31 marzo 1966 e il saldo riportato dall'esercizio precedente, ammontava a 32,3 milioni contro 31,3 milioni l'anno prima. Il conto "Accantonamenti per contingenze" è salito da 214,5 milioni il 31 marzo 1965 a 216,2 milioni un anno dopo; le ragioni di questo modesto incremento rispetto a quello degli esercizi precedenti sono esposte dettagliatamente nella Sezione 2. Il totale delle "Partite varie" è diminuito da 36,9 milioni all'inizio dell'esercizio a 33,3 milioni alla fine del medesimo.

Alla fine di marzo 1966, il totale dei fondi propri della Banca (comprese le "Partite varie") era uguale a quello registrato un anno prima, cioè di 433 milioni, e corrispondeva a circa il 6% del totale dei fondi ricevuti in prestito (7.449 milioni) e a poco meno del 5,5% del totale del bilancio alla stessa data (7.882 milioni). Tenendo conto anche del capitale non versato (375 milioni), tali rapporti salirebbero approssimativamente al 10%.



\* Totale della prima parte della situazione dei conti fino al 31 dicembre 1965 incluso; totale della situazione dei conti posteriormente a questa data.

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 in prestito	Totale	Rapporto fra fondi propri	
				fondi ricevuti in prestito	totale del bilancio
milioni di franchi				percentuali	
1962 . . . . .	379	4.353	4.732*	8,5	8,0
1963 . . . . .	389	4.561	4.950*	8,5	8,0
1964 . . . . .	408	5.370	5.778*	7,5	7,0
1965 . . . . .	433	7.417	7.850*	6,0	5,5
1966 . . . . .	433	7.449	7.882	6,0	5,5

\* Prima parte del bilancio.

**B. Fondi ricevuti in prestito.**

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

**BRI: Origine delle risorse**  
(esclusi i crediti dei governi relativi al Conto Fiduciario delle Annualità).

Origine	Fine esercizio		Variazione
	1965	1966	
milioni di franchi			
Banche centrali . . . . .	6.034	6.104	+ 70
Altri depositanti . . . . .	919	901	— 18
Effetti . . . . .	464	362	— 102
<b>Totale . . . . .</b>	<b>7.417</b>	<b>7.367</b>	<b>— 50</b>

L'aumento nei depositi di banche centrali e la contrazione in quelli di altri depositanti sono stati assai modesti, cioè, rispettivamente dell'1 e 2%. Il conto "Effetti", che riporta gli effetti emessi in valute dalla Banca e venduti a banche commerciali, ha invece registrato una variazione assai notevole, essendosi ridotto del 22%.

Nel corso dell'anno finanziario, i depositi in oro hanno subito una flessione del 14% e quelli in valute sono cresciuti del 23%. Per quanto riguarda i depositi in oro, quelli a vista e con scadenza fino a tre mesi hanno subito riduzioni, mentre i depositi con scadenze superiori (da tre a dodici mesi) sono aumentati. I depositi in valute hanno presentato variazioni in senso opposto.

Questa evoluzione divergente manifesta, in una certa misura, la situazione di crescente tensione alla quale sono stati sottoposti tutti i mercati; difatti, quantunque i depositanti si siano mostrati inclini ad effettuare depositi in oro per periodi più lunghi, essi hanno preferito migliorare la propria liquidità in valute, riducendo la durata dei depositi al momento del loro rinnovo, oppure affidando alla Banca fondi per un termine generalmente non superiore a tre mesi.

All'inizio dell'anno finanziario i depositi in oro costituivano il 56% delle risorse globali e i depositi in valute il 38%; al 31 marzo 1966, le aliquote relative alle due categorie di depositi si erano praticamente livellate essendo passate rispettivamente al 48% e 47%, mentre il restante 5% era costituito da effetti.

**BRI: Natura e termini delle risorse**  
(esclusi i crediti dei governi relativi al Conto Fiduciario delle Annualità).

Termine	Depositi in oro			Depositi in valute			Effetti		
	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio		Variazione
	1965	1966		1965	1966		1965	1966	
milioni di franchi									
A vista . . . . .	3.051	2.484	— 567	67	194	+ 117	—	—	—
Fino a 3 mesi . . . . .	982	591	— 391	2.129	2.816	+ 687	330	346	+ 16
Da 3 a 6 mesi . . . . .	—	102	+ 102	446	380	— 66	88	16	— 72
Da 6 a 9 mesi . . . . .	72	272	+ 200	51	17	— 34	46	—	— 46
Da 9 a 12 mesi . . . . .	28	90	+ 62	57	45	— 12	—	—	—
A oltre un anno . . . . .	—	—	—	70	24	— 46	—	—	—
<b>Totale . . . . .</b>	<b>4.133</b>	<b>3.539</b>	<b>— 594</b>	<b>2.820</b>	<b>3.466</b>	<b>+ 646</b>	<b>464</b>	<b>362</b>	<b>— 102</b>

Per quanto riguarda i depositi in oro, la cui riduzione è da attribuire quasi interamente a quella dei conti a vista, il loro totale ha subito fluttuazioni assai sensibili nel corso dell'esercizio, come pure la loro ripartizione in base ai termini. Queste oscillazioni sono state spesso assai forti: da fine novembre a fine dicembre 1965, i depositi a vista sono scesi da 3.143 a 2.051 milioni, mentre i depositi vincolati sono passati da 1.533 a 2.359 milioni; nel mese di gennaio 1966 si sono verificati movimenti opposti. Difatti, come negli esercizi precedenti, su iniziativa della Banca sono state eseguite più volte, per brevi periodi, operazioni di conversione da depositi a vista in depositi vincolati. Tali conversioni hanno consentito alla Banca di effettuare acquisti di oro a termine, agevolare rapidi interventi sul mercato monetario e svolgere una funzione attiva nel quadro della cooperazione fra banche centrali.

Per quanto concerne i depositi in valute, i loro movimenti sono stati meno accentuati durante l'anno finanziario: i depositi a vista sono rimasti pressochè invariati, tranne alla fine dell'esercizio, quando l'incremento, relativamente assai cospicuo, ha avuto soltanto carattere transitorio; l'aumento dei depositi con scadenza massima di tre mesi, che per oltre tre quarti si è verificato negli ultimi due mesi dell'esercizio, non si discosta molto dall'incremento globale nei depositi in valute.

#### 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**  
(escluso il credito in conformità della Convenzione stipulata il 29 novembre 1965 con la Repubblica federale tedesca).

Natura	Fine esercizio		1966		Variazione	
	1965		milioni di franchi			
<b>Cassa</b>						
Oro . . . . .	3.398		3.025		- 373	
Valute . . . . .	300	3.698	381	3.406	+ 81	- 292
<b>Investimenti</b>						
Oro . . . . .	416		423		+ 7	
Valute . . . . .	3.667	4.093	3.924	4.347	+ 257	+ 264
<b>Totale</b>						
Oro . . . . .	3.814		3.448		- 366	
Valute . . . . .	3.967	7.781	4.305	7.753	+ 338	- 28

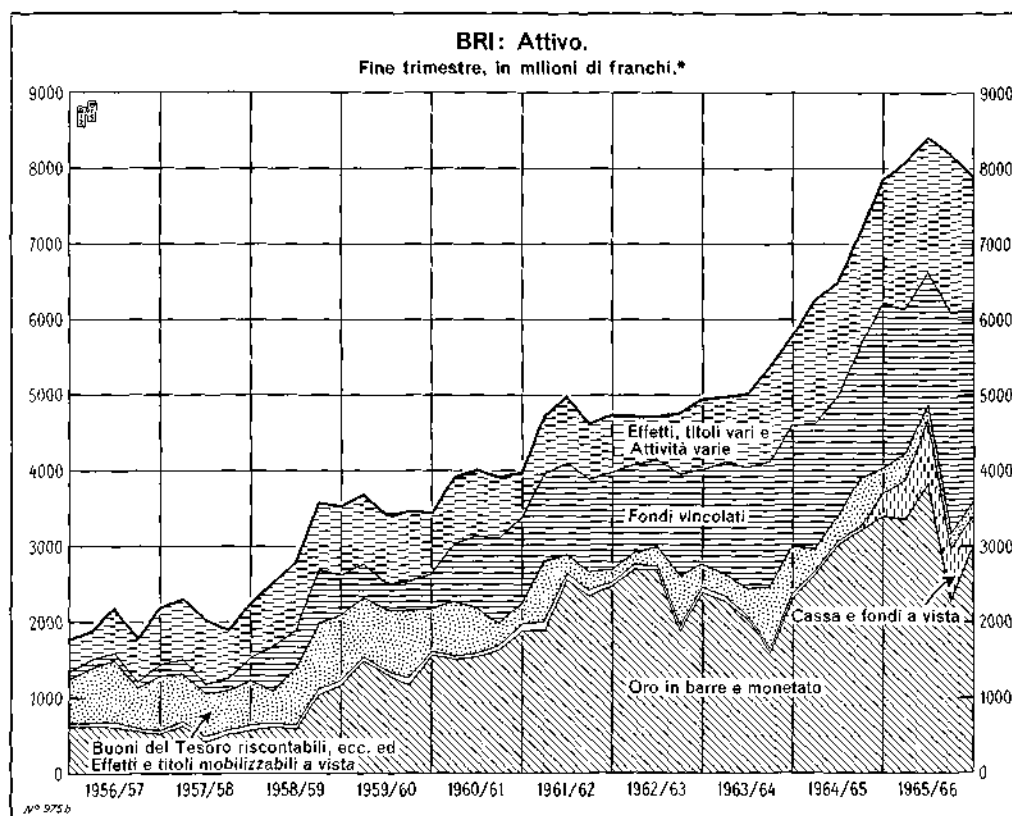
L'andamento della posizione in oro della Banca può essere rilevato dalla tabella seguente che riporta i massimi e minimi per l'esercizio finanziario.

Mentre gli impieghi in oro sono rimasti praticamente invariati durante l'esercizio finanziario, gli averi di oro in barre e monetato della Banca hanno registrato fluttuazioni assai sensibili; al 31 marzo 1966 il loro totale era sceso di 373 milioni rispetto a quello registrato all'inizio dell'anno finanziario. Questa riduzione, ammontante all'11%, è dovuta alla diminuzione dei depositi in oro (594 milioni), che, in parte, è stata compensata dalla contrazione nel saldo netto (oro da ricevere) delle operazioni a termine (212 milioni).

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>1965</b>						
Marzo . . . .	3.398	416	4.133	- 319	+ 651	332
Giugno . . . .	3.355	409 (min.)	4.526	- 782	+ 1.061	319 (min.)
Luglio . . . .	3.652 (mass.)	410	4.542	- 280	+ 604	324
Agosto . . . .	3.737	415	4.762 (mass.)	- 610	+ 938	328
Dicembre . . .	2.283 (min.)	419	4.410	- 1.708 (min.)	+ 2.048 (mass.)	340
<b>1966</b>						
Marzo . . . .	3.025	423 (mass.)	3.539 (min.)	- 91 (mass.)	+ 439 (min.)	348 (mass.)

Nel corso dell'esercizio finanziario, il saldo netto delle operazioni a termine è rimasto sempre positivo e, come gli averi di oro in barre e monetato hanno subito fluttuazioni fortissime, soprattutto nei periodi che immediatamente precedono la fine dei due semestri dell'anno, cioè nei momenti in cui il volume delle operazioni a termine su oro è stato molto cospicuo. Il 31 dicembre 1965, per esempio, al minimo dei predetti averi (2.283 milioni) corrispondeva una saldo netto a termine, senza precedenti, di 2.048 milioni; al 31 gennaio 1966, in seguito alla riduzione nelle operazioni a termine si



\* Totale della prima parte della situazione dei conti fino al 31 dicembre 1965 incluso; totale della situazione dei conti posteriormente a questa data.

è verificata un'inversione nella situazione: gli averi sono saliti a 3.300 milioni e il saldo netto a termine è sceso a 662 milioni.

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 quasi interamente di oro in barre) sono già stati commentati.

All'inizio dell'esercizio finanziario il totale del conto "Cassa in contanti e in conti a vista presso banche" ammontava a 300 milioni, ossia ad un livello relativamente elevato, in seguito ad operazioni di riporto che avevano procurato alla Banca un volume assai cospicuo di fondi a vista. Sempre in connessione con operazioni della stessa natura, il totale di questo conto ha continuato a subire fluttuazioni molto sensibili: ha raggiunto l'importo di 794 milioni il 31 maggio 1965, è disceso a 521 milioni il 31 luglio 1965, è risalito a 840 milioni il 30 novembre 1965 (massimo dell'esercizio) e il 31 marzo 1966 era di 381 milioni, cioè a un livello che superava ancora di 81 milioni il totale registrato al principio dell'esercizio.

Al 31 marzo 1966, il totale degli averi in oro e valute della Banca costituiva il 43% del totale del bilancio della Banca contro il 47% del totale della prima parte del bilancio nell'anno precedente.

Il portafoglio "Buoni del Tesoro riscontabili", che il 30 aprile 1965 aveva toccato il massimo di 290 milioni, è sceso progressivamente al minimo di 67 milioni il 30 novembre 1965 e, alla fine dell'anno finanziario, presentava lo stesso importo. Questa notevole riduzione è da ascrivere quasi per intero alla liquidazione dei riporti che erano stati eseguiti nel quadro delle operazioni fra banche centrali.

Il portafoglio "Effetti e titoli mobilizzabili a vista" è passato da 63 a 124 milioni.

All'inizio dell'anno finanziario, il totale degli impieghi a vista e mobilizzabili della Banca, che comprende le varie voci summenzionate, ammontava a 4.031 milioni e rappresentava il 51% della prima parte del bilancio. Il 31 marzo 1966, le cifre corrispondenti erano, rispettivamente, 3.598 milioni e 46% (del totale del bilancio). Durante questo periodo, l'aliquota dei depositi a vista nel passivo del bilancio si è ridotta dal 40 al 34%, cioè allo stesso livello a cui si trovava il 31 marzo 1964. Il rapporto di liquidità della Banca è dunque lievemente migliorato.

#### B. Depositi vincolati e impieghi.

Come nei recenti esercizi, una parte assai considerevole delle risorse in valute, affluite alla Banca da operazioni di riporto in oro contro valute o da vendite di oro, è stata investita sotto forma di depositi vincolati e anticipazioni, o di altri effetti e titoli; questi conti hanno quindi subito fluttuazioni

tanto più ampie in quanto, durante lo scorso esercizio, il volume delle operazioni di riporto e delle vendite di oro è stato a parecchie riprese assai cospicuo.

Il totale del conto "Depositi vincolati e anticipazioni", che, il 31 marzo 1965, ammontava a 2.191 milioni, il 31 maggio 1965 era sceso a 1.783 milioni. Dopo aver subito numerose fluttuazioni, il 30 novembre 1965 ha segnato 2.127 milioni, per poi balzare rapidamente fino al massimo dell'esercizio, di 2.935 milioni, al 31 dicembre 1965. Dopo una forte caduta, per cui ha registrato 2.072 milioni il 31 gennaio 1966, questo conto ha recuperato, durante febbraio e marzo, metà della perdita subita e, alla chiusura dell'esercizio, il suo totale ha raggiunto l'ammontare di 2.507 milioni, superando di 316 milioni il livello dell'anno precedente.

Il totale del conto "Altri effetti e titoli" ha talvolta subito fluttuazioni parallele a quelle del conto precedente, sebbene in misura sempre nettamente minore. Dall'inizio dell'anno finanziario al 30 giugno 1965 esso è passato progressivamente da 1.559 a 1.865 milioni per scendere, il 31 ottobre 1965, a 1.536 milioni. Dopo aver toccato il suo massimo, di 2.015 milioni, il 31 dicembre 1965, si è ridotto a 1.648 milioni alla fine dell'esercizio. In questo ammontare erano compresi 420 milioni di impieghi in oro contro 413 milioni al principio dell'esercizio.

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 degli ultimi due esercizi finanziari.

**BRI: Depositi vincolati e anticipazioni e Altri effetti e titoli.**

Periodi	Fine esercizio		Variazione
	1965	1966	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi . . . . .	2.795	3.062	+ 267
Da 3 a 6 mesi . . . . .	639	578	- 63
Da 6 a 9 mesi . . . . .	63	228	+ 165
Da 9 a 12 mesi . . . . .	111	147	+ 36
A oltre un anno . . . . .	142	142	-
<b>Totale . . . . .</b>	<b>3.750</b>	<b>4.155</b>	<b>+ 405</b>

L'incremento di 405 milioni nel totale sopra indicato è da attribuire in parti uguali agli impieghi con scadenza fino a sei mesi e a quelli con scadenza superiore. Per quanto riguarda gli investimenti a più di sei mesi, la loro aliquota è quindi passata dall'8 al 12% dei totali indicati nella tabella che precede, rispettivamente al 31 marzo 1965 e 1966.

\* \* \*

A prescindere da un aumento nei depositi in valute e da una riduzione in quelli in peso d'oro, la struttura dei depositi affidati alla Banca non ha subito variazioni notevoli durante lo scorso esercizio finanziario.

La sua caratteristica essenziale va piuttosto ricercata nell'ulteriore espansione del volume delle operazioni di riporto in oro contro valute o in valute



contro valute, che sono state effettuate con numerose banche centrali; questi riporti hanno consentito alla Banca:

- 1) di partecipare, con la massima prontezza e su vasta scala, ad operazioni creditizie eseguite nel quadro della cooperazione fra autorità monetarie;
- 2) di contribuire ad attenuare gli squilibri che il rimpatrio di cospicui fondi da parte di banche commerciali avrebbe potuto provocare, immettendo nuovamente i fondi sui mercati in determinati periodi dell'anno;
- 3) di evitare alle banche centrali di dover procedere a conversioni di dollari contro oro presso il Tesoro americano.

Queste operazioni hanno dimostrato ancora una volta la funzione che la Banca è in grado di svolgere in settori così diversi, grazie, da una parte, alla posizione che essa occupa fra le autorità monetarie e, dall'altra, alla sua qualità di intermediaria fra queste ultime e il mercato.

Tale attività ha esercitato un influsso sul volume globale delle operazioni della Banca, che ha raggiunto un nuovo livello senza precedenti di 86 miliardi nel 1965-66 contro 72 miliardi nel 1964-65, 59 miliardi nel 1963-64 e 39 miliardi nel 1962-63.

Gli utili netti dell'esercizio chiuso al 31 marzo 1966 sono stati altrettanto cospicui che quelli dell'anno finanziario precedente.

## 2. Attivo e passivo della Banca in connessione con l'esecuzione degli Accordi dell'Aja del 1930 (Piano Young).

La seconda sezione del bilancio e le note annesse sono state soppresse, poichè i problemi inerenti alle relative partite iscritte nell'attivo e nel passivo sono stati risolti.

La seconda sezione del bilancio era costituita come segue:

BRI: Esecuzione degli Accordi dell'Aja del 1930  
(dettagli delle partite dell'attivo e del passivo).

Attivo		Passivo	
milioni di franchi			
Saldi presso la Reichsbank . . . .	41,00	Depositi dei Governi creditori nel	
Saldi presso la Golddiskontbank . .	70,14	Conto Fiduciario delle Annualità	
Titoli dell'Amministrazione		Francia . . . . .	83,07
delle ferrovie tedesche . . . . .	73,25	Regno Unito . . . . .	32,46
Titoli dell'Amministrazione		Italia . . . . .	16,96
delle poste tedesche . . . . .	36,63	Belgio . . . . .	9,17
	221,0	Jugoslavia . . . . .	6,67
Titoli del Governo tedesco . . . . .	76,2	Romania . . . . .	1,60
		Giappone . . . . .	1,05
		Portogallo . . . . .	1,05
		Grecia . . . . .	0,55
		Polonia . . . . .	0,03
			152,6
		Deposito del Governo tedesco . . .	76,3
			228,9
		Fondi propri della BRI . . . . .	68,3
Totale . . . . .	297,2	Totale . . . . .	297,2

L'origine e la natura di queste partite dell'attivo e del passivo, nonché gli accordi provvisori stipulati in materia, sono stati descritti particolareggiatamente nella diciassettesima, ventesima e ventitreesima Relazione annuale della Banca. Basterà ricordare che gli investimenti e i depositi vennero effettuati nel quadro degli Accordi dell'Aja del 20 gennaio 1930 (Prestito Young) e che la situazione si cristallizzò in seguito alla Moratoria Hoover del 1931.

Gli investimenti giunsero a scadenza negli anni 1945 e 1946. Al momento della Conferenza di Londra sui debiti esteri della Germania, il Governo federale tedesco e la Banca non furono in grado di concordare l'importo dovuto e, infine, decisero, con l'Accordo del 9 gennaio 1953, di differire il regolamento della questione fino al 1966. Da parte sua, il Governo federale tedesco si dichiarò disposto a riprendere, con decorrenza dal 1° gennaio 1953, il servizio degli interessi, che era stato sospeso nel 1945, e di pagare a questo titolo un importo annuale di 5,6 milioni di franchi svizzeri fino al 31 marzo 1966.

In pratica, questo accordo provvisorio ripristinò la situazione creata dalla Moratoria Hoover del 1931. Tale accordo poté essere accettato dalla Banca, perchè i depositi dei governi non avrebbero potuto essere ritirati prima del 1° aprile 1966 e, anche a questa data, i ritiri avrebbero potuto essere effettuati soltanto nella misura in cui fossero stati rimborsati i corrispondenti investimenti della Banca.

Nel 1964, il Governo federale tedesco e la Banca riaprirono i negoziati. La Banca, facendo riferimento essenzialmente al Piano Young, sostenne di avere diritto a che il rimborso dei suoi crediti venisse eseguito in base al loro valore oro. Il Governo federale tedesco affermò invece che era applicabile il diritto comune tedesco e che, inoltre, sebbene i crediti della Banca usufruissero di uno status speciale, essi non potevano essere esentati dalle riduzioni previste nell'Accordo di Londra sui debiti esteri della Germania, stipulato il 27 febbraio 1953.

Poichè fu impossibile raggiungere una qualsiasi intesa sui problemi legali, venne considerato opportuno di cercare una soluzione di compromesso. Dopo laboriosi negoziati, la Banca accettò la riduzione del 40% imposta dall'Accordo di Londra per quanto riguarda le clausole oro e un'ulteriore riduzione del 10% allo scopo di rendere possibile la soluzione di compromesso. Per di più, il Governo federale tedesco rinunciò al rimborso del deposito spettantegli e la Banca agli interessi che non erano stati pagati dal 1945 al 1952.

Il Governo federale tedesco e la Banca hanno confermato la loro intesa in una Convenzione firmata il 29 novembre 1965. La Convenzione è entrata in vigore il 14 maggio 1966, dopo essere stata ratificata dal Parlamento federale tedesco all'inizio dell'aprile 1966. L'importo dovuto alla Banca da parte del Governo federale tedesco è stato fissato in DM 156,24 milioni. Il predetto ammontare è stato pagato nell'aprile 1966, grazie all'assistenza della Bundesbank, che si era dichiarata disposta ad anticipare i fondi qualora la Banca le avesse fatto cessione del suo credito.

I crediti dei governi relativi al Conto Fiduciario delle Annualità sono stati regolati il 13 aprile 1966: la Banca ha effettuato esborsi ai predetti governi per l'importo di DM 108 milioni. Questa operazione ha estinto, nei confronti della Banca, qualsiasi diritto connesso ai crediti stessi, e pertanto il Conto Fiduciario delle Annualità è stato chiuso.

I fondi propri investiti dalla Banca, ammontanti a 68,3 milioni di franchi, sono pure stati regolati, in quanto essa ha ricevuto, a titolo di rimborso, un importo di DM 48.240.000 equivalenti a 36,7 milioni di franchi. Utilizzando l'ultima annualità pagata dalla Germania per interessi correnti e alcuni profitti conseguiti grazie all'assistenza della Bundesbank, la perdita contabile si è ridotta da 31,6 a 13,3 milioni di franchi. Questo importo è stato coperto con un prelievo dall'accantonamento per contingenze; nonostante tale prelievo, è stato possibile, come può essere rilevato dai conti pubblicati alla fine della presente Relazione, aumentare in modesta misura il suddetto accantonamento, e precisamente da 214,5 a 216,2 milioni di franchi.

Siccome non si sono potuti eseguire i pagamenti prima dell'aprile 1966, il bilancio per l'anno finanziario riporta il credito della Banca verso la Repubblica federale tedesca in base alla Convenzione del 29 novembre 1965 e l'importo dovuto dalla Banca per i crediti dei governi relativi al Conto Fiduciario delle Annualità. Queste due voci sono state eliminate dalla situazione dei conti a partire dal 30 aprile 1966.

Tenuto conto di tutte le circostanze, soprattutto delle misure monetarie e creditizie adottate in Germania dopo il 1945 e delle concessioni fatte nell'Accordo di Londra del 1953, la Convenzione stipulata con la Repubblica federale tedesca può essere considerata conveniente. Ha il vantaggio di aver posto termine ad una situazione che risaliva al 1931.

### **3. 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 1965-66 si è chiuso il 15 aprile 1966 e per il Prestito Young, il 1° giugno 1966. Gli interessi per l'esercizio 1965-66 sono ammontati a un importo equivalente a circa 12,1 milioni di franchi per il Prestito Dawes e ad un importo equivalente a circa 36,2 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 1965-66, i rimborsi per entrambi i prestiti sono stati

**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 1964-65	1965-66	
<b>Obbligazioni convertite</b>					
Americana . . .	\$	44.103.000	11.144.000	1.940.000	31.019.000
Belga . . . . .	£	583.100	106.100	17.500	459.500
Britannica . . .	£	8.277.200	1.503.100	249.300	6.524.800
Francese . . . .	£	1.927.400	345.800	57.700	1.523.900
Olandese . . . .	£	1.322.500	221.400	40.700	1.060.400
Svedese . . . . .	cor.sv.	14.209.000	2.379.000	403.000	11.427.000
Svizzera . . . . .	£	1.130.500	201.300	34.000	895.200
Svizzera . . . . .	fr.sv.	8.251.000	1.349.000	232.000	6.670.000
<b>Obbligazioni consolidate</b>					
Americana . . . .	\$	8.206.000	1.652.000	234.000	6.320.000
Belga . . . . .	£	157.700	32.900	4.800	120.000
Britannica . . . .	£	2.232.000	458.600	67.100	1.706.300
Francese . . . . .	£	498.300	103.500	15.200	379.600
Olandese . . . . .	£	291.200	52.800	8.600	229.800
Svizzera . . . . .	£	115.000	23.200	3.400	88.400
Svizzera . . . . .	fr.sv.	415.000	79.000	11.000	325.000

**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 1964-65	1965-66	
<b>Obbligazioni convertite</b>					
Americana . . . .	\$	55.442.000	4.642.000	784.000	50.116.000
Belga . . . . .	fr.belgi	202.758.000	16.582.000	2.789.000	183.387.000
Britannica . . . .	£	17.702.900	1.434.800	241.500	16.026.600
Francese . . . . .	fr.fr.	445.125.000	36.063.000	6.097.000	402.965.000
Olandese . . . . .	florini	52.436.000	4.162.000	713.000	47.561.000
Svedese . . . . .	cor.sv.	92.763.000	7.555.000	1.269.000	83.939.000
Svizzera . . . . .	fr.sv.	58.380.000	4.767.000	799.000	52.814.000
Tedesca . . . . .	DM	14.469.000	1.165.000	198.000	13.106.000
<b>Obbligazioni consolidate</b>					
Americana . . . .	\$	8.999.000	738.000	117.000	8.144.000
Belga . . . . .	fr.belgi	48.659.000	3.791.000	611.000	41.257.000
Britannica . . . .	£	4.223.900	348.200	54.300	3.821.400
Francese . . . . .	fr.fr.	98.078.000	7.908.000	1.252.000	88.918.000
Olandese . . . . .	florini	8.479.000	687.000	113.000	7.679.000
Svedese . . . . .	cor.sv.	6.014.000	497.000	83.000	5.434.000
Svizzera . . . . .	fr.sv.	1.405.000	115.000	18.000	1.272.000
Tedesca . . . . .	DM	413.000	34.000	5.000	374.000

\* Valore nominale al 1° maggio 1966, 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.

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.

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			
		Obbligazioni convalidate	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1959 al 1964	1965	
Americana . . .	\$	1.667.000	386.000	73.000	1.208.000
Anglo-Olandese.	£	856.600	193.000	38.200	625.400
Svizzera . . . .	fr.sv.	7.102.000	1.354.000	256.000	5.492.000

**4. 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 1966 sono ammontati all'equivalente di circa 254 milioni di franchi, che riduce la consistenza attuale dei prestiti all'equivalente di circa 563 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 CEECA.

Durante l'anno sotto rassegna, la Banca dei Regolamenti Internazionali ha ricevuto dai debitori e distribuito agli Agenti nazionali l'equivalente di circa 29 milioni di franchi per interessi e l'equivalente di circa 40 milioni di franchi per rimborsi.

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 1966	Saggio d'interesse %	Scadenze dei prestiti
1 <sup>a</sup>	1954	Stati Uniti	Governo S.U.	\$ 100.000.000	72.900.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1979
2 <sup>a</sup>	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	Fr.belgi 200.000.000	154.400.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1982
3 <sup>a</sup>	1955	Germania	Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf	DM 25.000.000	17.863.500	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1981
			Landesbank für Westfalen (Girozentrale), Münster	DM 25.000.000	17.863.500	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1981
4 <sup>a</sup>	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	Fr.belgi 20.000.000 Fr.luss. 5.000.000	15.440.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1982
5 <sup>a</sup>	1956	Saar	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2.977.450 <sup>1</sup>	2.072.305	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1977
6 <sup>a</sup>	1956	Svizzera	Emissione pubblica	Fr.sv. 50.000.000	35.000.000	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1974
7 <sup>a</sup> <sup>2</sup>	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	17.400.000	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1975
10 <sup>a</sup>	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	88.366.603	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1982
11 <sup>a</sup> <sup>2</sup>	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	30.400.000	5	1978
13 <sup>a</sup> <sup>2</sup>	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	25.000.000	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1980
15 <sup>a</sup>	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	97.277.858	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1986
16 <sup>a</sup>	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fiorini 50.000.000	50.000.000	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	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>, 12<sup>a</sup> e 14<sup>a</sup> serie sono stati rimborsati integralmente.

In conformità del citato contratto, l'Alta Autorità ha anche emesso prestiti non garantiti, ma per tali prestiti la Banca non svolge alcuna funzione.

**5. La Banca come Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo monetario europeo).**

Come è stato spiegato nel capitolo V della Parte II della presente Relazione, 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 370.808 franchi durante i dodici mesi fino al marzo 1966; questo importo è stato debitamente rimborsato dall'Organizzazione (come indicato nel conto profitti e perdite per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1966).

## **6. 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.

Durante l'anno, la Banca ha inoltre continuato a esercitare 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 Banca dati statistici relativi ai mezzi utilizzati per il finanziamento delle eccedenze o dei deficit nei loro conti con l'estero. Questi dati, che costituiscono una base indispensabile per la sorveglianza multilaterale da esercitarsi sulla creazione di liquidità internazionale, 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. Si è già avuto occasione di constatare, nello scorso anno, quanto questa forma di cooperazione possa riuscire utile.

La Banca ha continuato a partecipare ai lavori dei Sostituti del Gruppo dei Dieci e a quelli dei suoi Gruppi di Studio che si occupano del problema della liquidità internazionale, della creazione di strumenti di riserva e del processo di aggiustamento.

Grazie allo sviluppo della cooperazione fra banche centrali, anche le relazioni tra la Banca, 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.

## **7. Risultati finanziari.**

I conti relativi al trentaseiesimo esercizio finanziario, terminato il 31 marzo 1966, presentano un avanzo di 38.578.751 franchi. Nel precedente esercizio finanziario si era avuto un avanzo di 34.519.144 franchi.

Dall'avanzo di esercizio, il Consiglio di amministrazione ha deciso essere necessario trasferire 1.000.000 di franchi all'accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e 15.000.000 di franchi all'accantonamento per contingenze; i profitti netti per l'esercizio ammontano pertanto a 22.578.751 franchi e dopo aver aggiunto 9.764.036 franchi riportati a nuovo dall'esercizio precedente, rimane disponibile una somma di 32.342.787 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 15.000.000 di franchi, rappresenta una ripartizione straordinaria di 75 franchi per azione. Quest'anno, la ripartizione complessiva ammonterà, pertanto, a 112,50 franchi, pagabile il 1° luglio 1966 nella misura di 160,75 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 9.842.787 franchi.

In seguito alla predetta ripartizione, l'importo del dividendo cumulativo non dichiarato risulterà ridotto da 129,47 a 54,47 franchi per azione.

La contabilità della Banca è stata debitamente verificata dai signori Price Waterhouse & Co., Zurigo. Il bilancio, il conto profitti e perdite e la relazione dei sindaci sono riprodotti alla fine di questa Relazione.

#### **8. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione.**

Siccome il mandato del Signor Per Åsbrink, che era stato nominato Consigliere in base all'articolo 28(3) degli Statuti, veniva a scadere il 31 marzo 1966, nella riunione del Consiglio, tenutasi il 14 marzo 1966, egli è stato rieletto per un ulteriore periodo di tre anni che spirerà il 31 marzo 1969.

Il mandato del Signor Henri Deroy, come Consigliere, veniva a scadere il 31 marzo 1966. Nello stesso mese, il Signor Brunet, Governatore della Banca di Francia, lo ha riconfermato, in base all'articolo 28(2) degli Statuti, nella carica per un ulteriore periodo di tre anni, che scadrà il 31 marzo 1969.

Siccome il mandato del Signor M. J. Babington Smith, come Consigliere, veniva a scadere il 6 maggio 1966, nell'aprile 1966, Lord Cromer, Governatore della Banca d'Inghilterra, lo ha riconfermato, in base all'articolo 28(2) degli Statuti, per un altro periodo di tre anni che scadrà il 6 maggio 1969.

La Banca esprime il suo vivo cordoglio per il decesso, avvenuto improvvisamente il 25 maggio 1966, del proprio Condirettore Signor Georges Royot, che solo recentemente aveva lasciato la sua carica. Alla riunione del Consiglio, tenutasi il 14 marzo 1966, il Presidente aveva espresso, a nome del Consiglio, il suo apprezzamento per i preziosi e fedeli servizi che il Signor Royot aveva prestato alla Banca dalla sua fondazione.



### CONCLUSIONE.

Viene spesso affermato che la politica economica dovrebbe perseguire, e cercare di conciliare, contemporaneamente quattro obiettivi: piena occupazione, adeguata espansione, stabilità dei prezzi ed equilibrio esterno. Ma in questo campo i fatti contano più delle parole: nello scorso anno questi obiettivi quando vennero realizzati, lo furono in modo disarmonico, e quando vennero conciliati, lo furono in maniera casuale. A prescindere da alcune eccezioni, sia nell'Europa occidentale che negli Stati Uniti la difficoltà essenziale è derivata dalla domanda eccessiva, in seguito alle condizioni di "boom", in generale e alla spesa del settore pubblico, in particolare. Nel mentre misure monetarie restrittive sono state applicate largamente per contenere le pressioni indotte dalla domanda, l'evoluzione della finanza pubblica ha di solito agito in senso opposto. Di conseguenza, i prezzi hanno presentato instabilità — con tendenza al rialzo — e il livello dei saggi d'interesse è aumentato sensibilmente. Date queste circostanze, le forze di mercato non potevano operare nel senso di correggere gli squilibri esistenti nei pagamenti internazionali.

Il principale mutamento verificatosi rispetto all'anno prima è dato dal fatto che, come già nella maggior parte dei paesi dell'Europa occidentale, anche negli Stati Uniti si sono verificate pressioni indotte dalla domanda. Sebbene non si tratti qui di un caso estremo, l'espansione della domanda registrata lo scorso anno ha compromesso lo sviluppo equilibrato con il quale l'economia progrediva da parecchi anni. La causa immediata di questa evoluzione è da ricercare nelle esigenze create dalla guerra del Vietnam, che ha avuto un effetto psicologico, oltre che diretto, su alcune categorie della domanda, soprattutto sulle spese per investimenti delle aziende. Le pressioni si sono manifestate non soltanto nei prezzi, ma anche nelle importazioni, cresciute in misura superiore al loro normale rapporto con la produzione globale. Sono stati adottati alcuni provvedimenti intesi ad accrescere le entrate tributarie, ma il maggiore sforzo diretto a moderare il saggio di espansione è stato finora quello compiuto mediante restrizioni nel campo monetario. Provvidamente, i miglioramenti salariali hanno assunto, con poche eccezioni, un carattere ragionevolmente moderato e sono pochi i contratti importanti che dovranno essere rinnovati quest'anno.

In quale misura la situazione esiga l'applicazione di provvedimenti restrittivi è stato oggetto di controversia e molto recentemente la flessione nelle vendite di automobili ha avvalorato la tesi di coloro che consigliano di attendere prima di decidere al riguardo. Ma un fattore più importante è il corso assunto dalle spese per la difesa; se queste continueranno ad espandersi, occorrerà adottare misure fiscali più restrittive. L'esperienza acquisita lo scorso anno ha dimostrato ancora una volta che il meccanismo per adattare la politica fiscale alle circostanze è troppo complicato per consentire quella flessibilità che le leggi proprie della nuova economia esigono per

operare senza attrito. Poteri speciali per aumentare o ridurre le imposte con la necessaria gradualità e prontezza sarebbero di grande aiuto nel governo di una economia gigantesca e dinamica come l'americana.

Nel Regno Unito, l'anno finanziario si è chiuso, come si era iniziato, in presenza di un'economia dominata da una domanda fortemente in eccesso. Benchè si sia provveduto ad aggravare le imposte un anno fa, l'incremento della spesa del settore pubblico ha superato l'aumento delle entrate. Inoltre, il meccanismo dei negoziati salariali ha prodotto una serie di accordi che hanno contribuito sia all'inflazione dei costi che a quella della domanda. Di conseguenza, i prezzi sono cresciuti e la situazione sul mercato del lavoro è diventata più tesa. La domanda eccessiva si è inoltre riversata sulle importazioni; sorprende che nei primi quattro mesi del corrente anno, nonostante l'imposizione del dazio addizionale, le importazioni abbiano superato di oltre il 7% quelle del periodo corrispondente del 1964. La concessione di credito bancario al settore privato è stata efficacemente limitata, ma l'effetto che questa misura restrittiva avrebbe potuto produrre sulla liquidità interna è stato neutralizzato nella misura in cui si è provveduto a finanziare il disavanzo del settore pubblico con mezzi monetari.

Nel bilancio del maggio 1966, il governo ha pertanto impresso alla politica fiscale un nuovo indirizzo di deciso contenimento della domanda globale. Sono state introdotte nuove imposte che produrranno un cospicuo gettito ed è prevista una forte diminuzione del disavanzo generale di bilancio. Poichè il grosso delle nuove entrate dovrà derivare da un sistema di prelievi e premi che poggiano sull'occupazione, è difficile dire in quale misura potrà essere ridotta la domanda; se ne attende, tuttavia, un effetto rilevante nei prossimi mesi. Permane la necessità pressante che gli aumenti salariali assumano proporzioni molto più ridotte che nel passato.

Anche nei paesi continentali dell'Europa occidentale, eccettuate Francia e Italia, lo scorso anno è stato caratterizzato dalla presenza di una domanda eccessiva. L'utilizzo delle risorse è stato spinto in genere all'estremo limite, con la conseguenza di persistenti pressioni su salari e prezzi che hanno provocato il deterioramento delle partite correnti nelle bilance dei pagamenti. Date queste circostanze, la produzione ha manifestato la tendenza a livellarsi. Le autorità si sono preoccupate di fronteggiare le pressioni inflazionistiche insite in questa situazione; è mancata, però, un'azione coordinata nei vari settori della politica economica per eliminarle. Mentre la politica monetaria è stata improntata all'adozione di misure restrittive, rigorose in taluni casi, il settore pubblico ha registrato sensibili aumenti nelle spese senza che questi siano stati controbilanciati da adeguati incrementi nelle imposte.

La situazione della Germania è stata di capitale importanza, per i riflessi che ne derivano sui paesi confinanti minori. Però, questo campione della stabilità nel settore monetario e in quello dei prezzi è stato piuttosto incoerente nel perseguire gli scopi prefissi alla sua politica economica. La banca centrale ha continuato coraggiosamente a tamponare le falle che si sono andate producendo nella diga, ma questa è stata sommersa dalla marea della spesa pubblica. Prezzi, saggi d'interesse e importazioni sono aumentati

per assorbire lo scarto inflazionistico fra domanda ed offerta. L'economia trarrebbe vantaggio da una pausa, e forse questa sta per esserle concessa dal bilancio che quest'anno è stato improntato a maggiori restrizioni.

Gli eventi dello scorso anno mettono pertanto in evidenza la necessità di conseguire un migliore equilibrio nell'ordine delle priorità da assegnare ai vari obiettivi della politica economica. Sul piano interno, la stabilità dei prezzi ha ricevuto una priorità troppo modesta rispetto all'espansione della domanda. Mentre una situazione del genere può derivare da cause svariate, di fatto essa è stata provocata principalmente dallo stimolo troppo forte impresso all'economia dalle finanze del settore pubblico.

Anche per quanto riguarda i pagamenti internazionali è indispensabile una nuova valutazione delle priorità, perchè si è tenuto troppo poco conto delle esigenze del processo di aggiustamento quando si è trattato di stabilire la combinazione più appropriata ed efficace delle varie misure di politica economica generale. I saldi passivi nei conti con l'estero del Regno Unito e degli Stati Uniti si sono ridotti notevolmente, lo scorso anno. Tuttavia, i relativi miglioramenti sono stati in gran parte ottenuti con mezzi che pongono in evidenza ancora maggiore l'ampiezza dello squilibrio fondamentale. Il Regno Unito ha esteso i controlli diretti e la speranza che negli Stati Uniti il ricorso ad essi sarebbe stato di breve durata ha cominciato a dileguarsi. Entrambi questi paesi hanno almeno l'obbligo di impedire che la domanda eccessiva gonfi il volume delle importazioni e di far sì che nell'economia rimanga un margine per l'espansione delle esportazioni. Nei paesi continentali, la tendenza generale di fare assegnamento soprattutto sulle restrizioni nel campo monetario allo scopo di smorzare il "boom" ha contribuito al processo di scalata dei saggi d'interesse e reso più difficile il conseguimento di un aggiustamento di fondo.

Se per ristabilire l'equilibrio nei pagamenti internazionali, occorre disporre di ben altro che di previsioni ottimistiche, allo stesso modo per risolvere le difficoltà sostanziali del sistema monetario internazionale occorrerà molto più che non programmi di contingenza. Mentre i due centri di riserva si trovano in deficit verso l'estero, la riluttanza dei paesi a prendere impegni sulle questioni di fondo è tale da creare un'atmosfera di scarso realismo intorno alle discussioni del problema. Una di tali questioni riguarda il volume globale delle riserve indispensabili perchè il sistema dei cambi fissi possa funzionare ed inoltre il saggio con il quale le riserve possedute dovrebbero aumentare. Altro problema è quello delle responsabilità che incombono ai paesi per l'aggiustamento delle rispettive bilance dei pagamenti nonchè dei limiti che devono essere imposti ai finanziamenti dei deficit nei conti esterni tramite meccanismi di credito ufficiali.

Una questione assai complessa è poi quella della funzione appropriata che l'oro dovrebbe svolgere nel sistema e del rapporto che dovrebbe esistere fra oro e altri strumenti di riserva.

GABRIEL FERRAS  
Direttore Generale

**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE**

**AL 31 MARZO 1966**

# BILANCIO AL

ATTIVO

IN FRANCHI ORO (UNITA' DI GR. 0,290 322 58 ...)

		<u>%</u>
<b>Oro in barre e monetato</b> ... ..	3.024.558.382	38,4
<b>Cassa in contanti e in conto a vista presso banche</b> ...	381.147.346	4,8
<b>Buoni del Tesoro riscontabili</b> ... ..	67.838.731	0,9
<b>Effetti e titoli mobilizzabili a vista</b> ... ..	124.196.192	1,6
<b>Depositi vincolati e prestiti</b>		
A 3 mesi al massimo ... ..	1.825.362.434	23,2
» » » » » (in oro) ... ..	3.405.463	0,0
Da 3 a 6 mesi ... ..	360.014.631	4,6
Da 6 a 9 mesi ... ..	171.113.012	2,2
Da 9 a 12 mesi ... ..	60.388.108	0,8
Ad oltre un anno ... ..	<u>86.657.010</u>	1,1
	2.506.940.658	
<b>Effetti e titoli vari</b>		
In oro		
A 3 mesi al massimo ... ..	276.207.297	3,5
Da 3 a 6 mesi ... ..	95.109.928	1,2
Da 6 a 9 mesi ... ..	22.970.765	0,3
Da 9 a 12 mesi ... ..	25.923.197	0,3
In valute		
A 3 mesi al massimo ... ..	957.310.025	12,1
Da 3 a 6 mesi ... ..	120.716.573	1,5
Da 6 a 9 mesi ... ..	33.827.742	0,4
Da 9 a 12 mesi ... ..	60.265.042	0,8
Ad oltre un anno ... ..	<u>55.934.218</u>	0,7
	1.648.164.787	
<b>Attività varie</b> ... ..	10.047.544	0,1
<b>Immobili ed arredamenti</b> ... ..	1	0,0
<b>Credito</b> in conformità della Convenzione stipulata il 29 novembre 1965 con la Repubblica federale tedesca ... ..	118.765.836	1,5
	<u>7.881.659.477</u>	<u>100</u>
<b>CONTI D'ORDINE</b>		
a. Operazioni a termine su oro:		
Saldo netto: oro da ricevere (valute da consegnare) ... ..	439.151.937	
b. Fondi, effetti ed altri titoli amministrati o detenuti dalla Banca in conto terzi:		
Oro in custodia ... ..	1.144.784.581	
Saldi bancari ... ..	32.286.355	
Effetti ed altri titoli a custodia ... ..	715.291.607	

31 MARZO 1966

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 ... ..	89.569.609	1,1
Da 6 a 9 mesi ... ..	203.431.495	2,6
Da 3 a 6 mesi ... ..	84.327.314	1,1
A 3 mesi al massimo ... ..	522.623.119	6,6
A vista ... ..	2.161.939.548	27,4
Altri depositanti		
Da 6 a 9 mesi ... ..	68.933.832	0,9
Da 3 a 6 mesi ... ..	17.262.531	0,2
A 3 mesi al massimo ... ..	68.913.385	0,9
A vista ... ..	322.269.421	4,1
	3.539.270.254	
<b>Depositi (in valute)</b>		
Banche centrali		
Ad oltre un anno ... ..	23.901.465	0,3
Da 9 a 12 mesi ... ..	45.071.843	0,6
Da 6 a 9 mesi ... ..	16.723.036	0,2
Da 3 a 6 mesi ... ..	379.104.496	4,8
A 3 mesi al massimo ... ..	2.412.129.286	30,6
A vista ... ..	165.546.961	2,1
Altri depositanti		
Da 3 a 6 mesi ... ..	709.993	0,0
A 3 mesi al massimo ... ..	404.447.395	5,1
A vista ... ..	18.397.808	0,2
	3.466.031.283	
<b>Effetti</b>		
Da 3 a 6 mesi ... ..	15.960.999	0,2
A 3 mesi al massimo ... ..	345.582.788	4,4
	361.543.787	
<b>Partite varie</b> ... ..	33.332.516	0,4
<b>Conto profitti e perdite</b> ... ..	32.342.787	0,4
<b>Accantonamento per contingenze</b> ... ..	216.200.000	2,8
<b>Crediti dei Governi</b> relativi al Conto Fiduciario delle Annualità .	82.096.200	1,1
	<u>7.881.659.477</u>	<u>100</u>

RELAZIONE DEI VERIFICATORI DEI CONTI AL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE E AGLI AZIONISTI DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, BASILEA.

A nostro avviso, il bilancio che precede e l'annesso Conto profitti e perdite rispecchiano fedelmente ed esattamente la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1966, nonché degli utili conseguiti nell'esercizio finanziario chiuso a questa data.

Ci sono state fornite tutte le informazioni e spiegazioni da noi ritenute necessarie. A nostro parere, la contabilità della Banca è stata condotta con regolarità; il bilancio e il Conto profitti e perdite concordano con i libri e con le informazioni e spiegazioni ricevute.

Zurigo, 4 maggio 1966

PRICE WATERHOUSE & Co.

# CONTO PROFITTI E PERDITE

per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1966

		Franchi oro
Reddito netto derivante dall'impiego dei fondi propri della Banca e dei depositi affidatili, esclusa l'ultima annualità ricevuta in esecuzione dell'Accordo sui debiti esteri tedeschi ... ..		46.311.397
Commissioni come Fiduciario, ecc. ... ..		698.390
		47.009.777
<b>Spese d'amministrazione:</b>		
Consiglio d'amministrazione — remunerazioni e spese di viaggio ... ..	355.216	
Direzione e personale — stipendi, contributi per pensioni e spese di viaggio ... ..	7.006.473	
Affitto, assicurazioni, riscaldamento, illuminazione ... ..	60.161	
Ammodernamento e manutenzione immobili e materiale	287.093	
Cancelleria, biblioteca, servizio informazioni e stampati ...	405.306	
Spese postali, telegrafiche e telefoniche ... ..	205.248	
Rimunerazioni a periti (sindaci, interpreti, economisti, ecc.)	66.308	
Tassa cantonale ... ..	35.281	
Spese diverse ... ..	380.748	
	8.801.834	
Meno: Somme ripetibili per le spese sostenute dalla Banca in quanto Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo Monetario Europeo)	370.808	8.431.026
		38.578.751
<b>Il Consiglio d'amministrazione ha deciso essere necessario devolvere:</b>		
all'accantonamento per spese straordinarie d'amministrazione	1.000.000	
all'accantonamento per contingenze ... ..	15.000.000	16.000.000
<b>UTILE NETTO dell'esercizio finanziario</b>		
chiuso al 31 marzo 1966 ... ..		22.578.751
Riporto dall'esercizio finanziario precedente (da aggiungere) ... ..		9.764.036
Totale utile disponibile ... ..		32.342.787
<b>Il Consiglio d'amministrazione propone all'Assemblea generale annuale indetta per il 13 giugno 1966 di distribuire il predetto utile come segue:</b>		
Dividendo di 37,50 franchi oro, più un importo di 75,— franchi oro, che porta la ripartizione complessiva dell'utile a 112,50 franchi oro per azione e riduce l'ammontare del dividendo cumulativo non dichiarato da 129,47 franchi oro a 54,47 franchi oro per azione ... ..		22.500.000
Saldo da riportare ... ..		9.842.787
		32.342.787

## Variazione nell'accantonamento per contingenza durante l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1966

		Franchi oro
Saldo al 1° aprile 1965 ... ..		214.500.000
meno: Perdita sugli investimenti effettuati in Germania in esecuzione degli Accordi dell'Aja del 1930 ... ..		13.300.000
		201.200.000
più: Trasferimento dal Conto profitti e perdite ... ..		15.000.000
Saldo al 31 marzo 1966, conforme al bilancio ... ..		216.200.000

## 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 }  
Sir Maurice Parsons, oppure } Londra  
R. G. Raw }  
Cecil de Strycker, Brusselle

## DIREZIONE

Gabriel Ferras	Direttore Generale
Dott. Milton Gilbert	Consigliere economico, Capo del Dipartimento monetario ed economico
Dott. Antonio d'Aroma	Segretario Generale, 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

---

Jan Knap                      Condirettore