

**BANCA DEI
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

TRENTASETTESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1966 - 31 MARZO 1967

BASILEA

12 giugno 1967

INDICE

	Pagina
Introduzione	1
Parte I - Tendenze e politiche economiche correnti nel 1966-67	3
Stati Uniti (p. 4); Germania (p. 9); Regno Unito (p. 14); Francia (p. 19); Paesi Bassi (p. 21); Belgio (p. 23); Svizzera (p. 24); Svezia (p. 25); Canada (p. 26); Italia (p. 28); Giappone (p. 30); Europa orientale (p. 31); lo sviluppo delle riserve globali (p. 33).	
Parte II - Rassegna monetaria ed economica	42
I. Sviluppi e politiche del credito 42	
Credito bancario e formazione di attività liquide (p. 42); movimenti comparati dei saggi d'interesse (p. 45); mercati dei capitali interni e internazionali (p. 49); sviluppi del credito nei singoli paesi: Stati Uniti (p. 54), Canada (p. 57), Regno Unito (p. 60), Germania (p. 64), Paesi Bassi (p. 68), Belgio (p. 70), Francia (p. 71), Italia (p. 74), Svizzera (p. 76), Austria (p. 77), Danimarca (p. 78), Norvegia (p. 80), Svezia (p. 80), Finlandia (p. 82), Spagna (p. 83), Giappone (p. 84).	
II. Scambi e pagamenti internazionali 86	
Sviluppo dei servizi (p. 89): noli (p. 90), interessi e dividendi (p. 90), turismo (p. 92), rimesse (p. 93), transazioni governative (p. 93); bilance dei pagamenti: Stati Uniti (p. 94), Canada (p. 97), paesi dell'Europa occidentale (p. 99), Regno Unito (p. 99), Germania (p. 103), Italia (p. 105), Francia (p. 107), Unione economica Belgio-Lussemburgo (p. 109), Paesi Bassi (p. 109), Austria (p. 111), Svizzera (p. 111), Danimarca (p. 112), Finlandia (p. 113), Norvegia (p. 113), Svezia (p. 113), Spagna (p. 114), Giappone (p. 115); politica commerciale (p. 116).	
III. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio 118	
Produzione aurifera, mercati dell'oro e riserve auree (p. 118); Fondo monetario internazionale (p. 125); riserve ufficiali ed altri movimenti monetari: Stati Uniti (p. 127), Regno Unito (p. 129), paesi continentali dell'Europa occidentale (p. 132), Germania (p. 134), Francia (p. 135), Italia (p. 135), Paesi Bassi (p. 137), Belgio (p. 137), Austria (p. 138), Svizzera (p. 138), Svezia (p. 139), Finlandia (p. 139), Spagna (p. 139), Canada (p. 139), Giappone (p. 140); mercati dei cambi (p. 140): la sterlina (p. 141), il franco svizzero (p. 143), il marco tedesco (p. 143), il franco francese (p. 144), la lira italiana (p. 145); altri sviluppi valutari (p. 145).	

IV. Il mercato delle eurodivise	147
<i>Distribuzione geografica delle posizioni in dollari verso l'estero delle banche europee (p. 148), dimensione del mercato dell'eurodollaro (p. 151), variazioni nelle posizioni valutarie sull'estero delle banche (p. 152), andamento dei saggi d'interesse (p. 154).</i>	
V. L'Accordo monetario europeo.	163
<i>Modificazione dell'Accordo (p. 163); operazioni in base all'Accordo: Fondo europeo (p. 164), Sistema multilaterale di regolamenti (p. 166); amministrazione dell'Accordo monetario europeo (p. 166).</i>	
Parte III - Operazioni della Banca	168
<i>Operazioni del Dipartimento bancario (p. 168): composizione delle risorse (p. 169), utilizzo delle risorse (p. 172); le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente per il servizio di prestiti internazionali (p. 176); la Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con l'Alta Autorità della CECA (p. 178); la Banca come Agente dell'OCSE (Accordo monetario europeo) (p. 179); sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 180); ripartizione dell'utile netto (p. 181); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione (p. 182).</i>	
Conclusione	184

* * *

Bilancio al 31 marzo 1967 e Conto profitti e perdite per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1967.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

Pagina

Parte I - Tendenze e politiche economiche correnti nel 1966-67

Stati Uniti:	
Variazioni nei fattori della domanda	4
Eccedenza delle riserve e credito ricevuto dalle banche affiliate alla Riserva federale*	7
Produzione industriale*	8
Prodotto nazionale lordo e suoi componenti	12
Saggi d'interesse*	17
Regno Unito: Bilancio pubblico	18
Economie dell'Europa orientale: Reddito nazionale, produzione industriale ed agricola	32
Variazioni nelle riserve globali	35
Origine degli aumenti delle riserve globali	38

Parte II - Rassegna monetaria ed economica

I. Sviluppi e politiche del credito

Sistema bancario: Situazione monetaria	43
Movimenti comparati dei saggi d'interesse	46
Saggi d'interesse*	47
Saggi ufficiali di sconto	48
Mercati dei capitali: Nuove emissioni	50
Emissioni estere e internazionali di obbligazioni	53
Stati Uniti: Fondi forniti ai mercati del credito	55
Risparmio nazionale e investimenti (al lordo)	58
Regno Unito: Risparmio e investimenti fissi	62
Germania: Alcuni indicatori monetari*	65

II. Scambi e pagamenti internazionali

Commercio mondiale	86
Commercio estero*	88
Europa occidentale, America del Nord e Giappone:	
Bilancia delle partite invisibili	89
Transazioni globali in conto partite invisibili	90
Interessi e dividendi	91

Bilance dei pagamenti:	
Stati Uniti	95
Canada	98
Paesi dell'Europa occidentale	100
Regno Unito	102
Germania	104
Italia	106
Francia	108
Paesi Bassi	110
Spagna	115
Giappone	116

III. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio

Produzione mondiale di oro	118
Fonti e usi dell'oro	119
Offerta e usi dell'oro*	120
Prezzi sul mercato dell'oro*	121
Offerta e usi mondiali dell'argento	122
Riserve mondiali di oro	123
Fondo monetario internazionale: Prelievi e riacquisti	125
Stati Uniti: Movimenti monetari esterni	127
Regno Unito: Movimenti monetari esterni	130
Paesi dell'Europa continentale, Canada e Giappone:	
Posizioni monetarie verso l'estero	133
Germania: Movimenti monetari esterni	134
Italia: Movimenti monetari esterni	136
Quotazioni della sterlina per il dollaro S.U.*	142
Cambi del dollaro S.U. in Europa*	144

IV. Il mercato delle eurodivise

Posizioni valutarie sull'estero delle banche	147
Banche europee dichiaranti: Posizioni in dollari verso non residenti	149
Dimensione netta del mercato dell'eurodollaro (stime)	151
Paesi europei dichiaranti: Posizioni valutarie sull'estero delle banche	153
Saggi d'interesse a Londra e a Nuova York e margini di arbitraggio a Londra*	155
Banche commerciali di dieci paesi:	
Passività e attività a breve in alcune valute estere verso non residenti	157
Passività e attività a breve in alcune valute estere verso non residenti, escluse le posizioni verso il paese di emissione della relativa valuta	160

V. L'Accordo monetario europeo

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

Parte III - Operazioni della Banca

Totali annuali del bilancio	168
Conti d'ordine	169
Passivo*	169
Composizione delle risorse	170
Origine delle risorse	170
Natura e termini delle risorse	171
Cassa e investimenti	172
Posizione in oro	172
Attivo*	174
Depositi vincolati e anticipazioni e altri effetti e titoli	175
Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes)	177
Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young)	177
Prestito internazionale del Governo austriaco 1930	178
Prestiti garantiti dell'Alta Autorità della CECA	179

TRENTASETTESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ANNUALE

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, il 12 giugno 1967.

Signori,

ho l'onore di presentare la Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per il trentasettesimo esercizio finanziario, iniziato il 1° aprile 1966 e terminato il 31 marzo 1967.

Dopo aver dedotto gli importi trasferiti agli accantonamenti, i profitti netti ammontano a 32.074.487 franchi oro contro 22.578.751 franchi oro dell'anno finanziario precedente. Aggiungendo ai profitti netti il saldo di 9.842.787 franchi oro riportato a nuovo dal precedente esercizio finanziario, risulta disponibile un ammontare di 41.917.274 franchi oro.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che l'Assemblea generale decida di distribuire, come per lo scorso anno, un dividendo di 112,50 franchi oro per azione, che rappresenta una ripartizione complessiva di 22.500.000 franchi oro. Il dividendo sarà costituito, per 37,50 franchi oro, dal dividendo cumulativo annuale del 6%, per 54,47 franchi oro, dal saldo del dividendo cumulativo non dichiarato e, per 20,53 franchi oro, da un dividendo non cumulativo addizionale del 3,28%. Se saranno accolte le altre raccomandazioni del Consiglio di amministrazione, si procederà al trasferimento di 9.409.310 franchi oro al Fondo di riserva generale e di 10.007.964 franchi oro ad un Fondo di riserva speciale per dividendi.

La Parte I della presente Relazione esamina le tendenze e le politiche economiche che, nel 1966 e nei primi mesi del 1967, si sono manifestate in Europa e negli Stati Uniti ed esamina lo sviluppo delle riserve globali nel corso degli ultimi dodici anni.

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.

I risultati delle operazioni dell'esercizio sono esposti in dettaglio nella Parte III, dove trovasi altresì un'analisi del bilancio al 31 marzo 1967. Essa contiene inoltre 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. Infine vi si fa anche cenno alla funzione che la Banca svolge nel promuovere la cooperazione fra banche centrali nonché alle relazioni che essa intrattiene con altre istituzioni internazionali.

PARTE I

TENDENZE E POLITICHE ECONOMICHE CORRENTI
NEL 1966-67.

Nello scorso anno, in molti dei principali paesi industriali la situazione economica ha subito un sensibile mutamento. Nei primi mesi del 1966 la domanda in eccesso stava esercitando forti pressioni inflazionistiche sui prezzi e sul mercato del lavoro. Le misure adottate dalle autorità, dirette a contenere il "boom", non avevano ancora acquistato sufficiente vigore, od avuto il tempo, per conseguire risultati. Nel corso dell'anno, tuttavia, gli effetti delle misure restrittive erano diventati sempre più evidenti e, nel primo trimestre del 1967, si era creata una situazione che variava da una fase di sensibile rallentamento o flessione dell'attività economica ad una di lieve recessione.

I paesi che soprattutto hanno contribuito a conferire questa generale impronta al quadro economico internazionale sono gli Stati Uniti, la Germania e il Regno Unito e ciò non soltanto per le loro dimensioni, ma perchè la variazione nell'intensità delle rispettive domande globali ha ben presto incominciato a farsi sentire al di là delle loro frontiere. Negli altri paesi dell'Europa occidentale, gli sviluppi della situazione economica sono stati, in misura minore o maggiore, analoghi.

L'Italia e il Giappone costituiscono le eccezioni alla generale inversione di tendenza nella domanda. Poichè questi paesi erano stati costretti a introdurre programmi di stabilizzazione nel 1963-64, all'inizio dello scorso anno le loro economie si trovavano in una fase di espansione equilibrata che, fino al presente, ha continuato a evolversi senza attriti.

Nello scorso anno si sono pure verificati notevoli mutamenti nell'andamento delle bilance dei pagamenti, soprattutto in quelle dei principali paesi. I conti con l'estero della Francia sono passati da una posizione fortemente creditoria ad una debitoria e il cospicuo saldo attivo dell'Italia si è sensibilmente ridotto. La bilancia dei pagamenti del Regno Unito ha invertito il suo andamento, registrando un modesto saldo attivo e così pure quella della Germania, che ha accumulato una notevole eccedenza. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, sebbene nello scorso anno la stretta monetaria abbia provocato uno spostamento eccezionale nei flussi di capitali, la posizione fondamentale dei pagamenti è deteriorata. Pur essendo indubbiamente preferibile che le posizioni verso l'estero subiscano fluttuazioni invece di accumulare per lungo tempo saldi attivi o passivi, sembra che il conseguimento dell'equilibrio sia quanto mai lontano e che soltanto per alcuni paesi esista la prospettiva di poter raggiungere una posizione abbastanza equilibrata.

Stati Uniti.

Tassare o non tassare: ecco il problema. E il modo indeciso con cui si è proceduto a questo proposito offre la chiave per poter capire che cosa è accaduto all'economia americana durante gli ultimi diciotto mesi. Da una parte, l'incertezza ha consentito alle forze della domanda in eccesso di accelerare la loro spinta e, dall'altra, ha lasciato il compito di contenerla alla politica monetaria.

La questione sorse quando il Presidente annunciò il 28 luglio 1965 che le truppe nel Vietnam e le chiamate alle armi sarebbero state notevolmente aumentate. Ciò significava, implicitamente, un cospicuo incremento della spesa per la difesa, con effetti moltiplicatori sull'attività economica attraverso la sue ripercussioni sulle principali categorie della spesa privata. E questo vigoroso stimolo alla domanda globale, in una situazione già di forte espansione e di quasi piena occupazione, era destinato a provocare pressioni inflazionistiche sui prezzi e sul mercato del lavoro. Dopo alcune settimane fu possibile notare sul mercato le conseguenze dell'intensificazione del conflitto nel Vietnam e nel quarto trimestre del 1965 cominciò a manifestarsi una fase di "boom".

La temperatura dell'economia, riportata nella seguente tabella, mette in evidenza che, nel secondo e terzo trimestre del 1965, la spesa nazionale lorda stava crescendo nella misura media di \$12,9 miliardi. Con questo ritmo, l'economia stava continuando nel progresso equilibrato degli ultimi anni, accompagnato da prezzi ragionevolmente stabili e da miglioramenti salariali moderati. Nei due trimestri successivi, il saggio di espansione balzò a \$17,4 miliardi. La spesa per la difesa subì un rapido incremento e, per di più, le nuove commesse ne avrebbero provocato uno ancora maggiore più tardi. Accanto a questo stimolo diretto, lo spettro della guerra rappresentò un fattore psicologico che, in così breve spazio di tempo, contribuì a gonfiare l'incremento trimestrale degli investimenti delle

Stati Uniti: Variazioni nei fattori della domanda nel periodo 1965-67.

Fattori della domanda	Variazioni medie trimestrali			
	2° e 3° trimestre 1965	4° trimestre 1965 e 1° trimestre 1966	dal 2° al 4° trimestre 1966	1° trimestre 1967
	miliardi di dollari, rettificati per variazioni stagionali			
Spesa per consumi privati . . .	+ 8,1	+ 10,3	+ 6,2	+ 5,8
Beni durevoli	+ 0,8	+ 1,8	- 0,2	- 1,2
Altri beni	+ 7,3	+ 8,5	+ 6,4	+ 7,1
Acquisti governativi di beni e servizi	+ 3,0	+ 3,7	+ 5,3	+ 8,0
Difesa nazionale	+ 1,2	+ 2,0	+ 3,6	+ 4,2
Altri acquisti	+ 1,8	+ 1,7	+ 1,7	+ 3,8
Investimenti fissi privati lordi .	+ 1,8	+ 3,8	- 0,7	+ 0,2
Edilizia di tipo residenziale	—	+ 0,4	- 2,2	+ 0,2
Impianti ed attrezzature destinati alla produzione	+ 1,8	+ 3,4	+ 1,5	—
Variazioni nelle scorte aziendali	- 0,4	+ 0,1	+ 2,5	- 10,8
Esportazioni di beni e servizi (al netto)	+ 0,4	- 0,5	- 0,6	+ 1,3
Spesa nazionale lorda	+ 12,9	+ 17,4	+ 12,7	+ 4,4

imprese per impianti ed attrezzature da \$1,8 a 3,4 miliardi e della spesa per i consumi da \$8,1 a 10,3 miliardi.

La conseguente pressione sulle risorse è indicata dal ristagno nell'accumulazione delle scorte; e siccome il volume delle materie prime e dei prodotti in corso di lavorazione nelle industrie occupate per la difesa doveva trovarsi in fase di espansione, gli acquisti di beni di consumo e di beni strumentali stavano superando la produzione. Nei sei mesi successivi al settembre 1965, la produzione del gruppo di industrie addette alla fabbricazione di attrezzature e beni per la difesa è aumentata con un saggio del 23 %, calcolato su base annuale. Si sono manifestati sintomi di tensione non soltanto nella capacità produttiva, ma anche sul mercato del lavoro, poichè in gennaio la disoccupazione era scesa al 4 % e più avanti si è ridotta ulteriormente. I prezzi hanno iniziato una rapida ascesa, che doveva protrarsi per tutto l'anno. Da un'espansione equilibrata si era così passati ad un clima di "boom" inflazionistico.

Il governo ha esitato per tutto il 1966 se comprimere la domanda privata con un forte inasprimento dell'imposizione, mentre fervevano le discussioni pubbliche sui vantaggi e sugli svantaggi di una simile azione. Nel marzo, le autorità hanno tuttavia emanato diverse misure fiscali dirette ad abolire le riduzioni delle imposte di consumo, entrate in vigore in gennaio, e ad aumentare l'imposta di trattenuta sul reddito personale. In aprile è stato lanciato un appello alle imprese, perchè venissero ridimensionati i programmi di spese in conto capitali e in settembre sono stati sospesi il credito d'imposta del 7 % sugli investimenti in macchinari ed attrezzature, nonchè la disposizione relativa all'ammortamento accelerato delle nuove costruzioni.

Nel Sistema della Riserva federale si sono potute valutare meglio le misure richieste dalla situazione, quando la domanda di credito ha assunto proporzioni eccessive e sono apparsi altri segni di una domanda in fase di "boom", per cui la politica monetaria ha potuto essere rapidamente indirizzata al compito di contenimento. Nel dicembre 1965 il saggio ufficiale di sconto è stato alzato dal 4 al 4,5 % e, in base alla Disposizione Q, i saggi d'interesse massimi corrisposti su depositi di trenta o più giorni sono stati portati dal 4-4,5 al 5,5 %. Poichè questa misura sollevò qualche contrasto negli ambienti di Washington, essa non fu seguita immediatamente da altre misure restrittive. Ma gradualmente la stretta monetaria si è fatta sentire sui mercati finanziari, raggiungendo il suo acme verso la fine dell'estate, quando i saggi d'interesse hanno toccato livelli sconosciuti da decenni.

Mentre le misure monetarie sono andate intensificandosi, la domanda di crediti bancari delle imprese è rimasta sostenuta, in previsione, in parte, di bisogni futuri. Ma, ciò non di meno, con il volgere dell'anno la politica monetaria ha conseguito il suo obiettivo di comprimere la domanda globale. La forte flessione nel saggio d'incremento della domanda, che è stata registrata nel secondo trimestre, deve essere attribuita ad un naturale assestamento dell'ondata di acquisti verificatasi nei sei mesi precedenti. Il fatto che dopo tale periodo la domanda abbia continuato ad essere più moderata e che, verso la fine dell'anno e nel primo trimestre del 1967, sia effettivamente rallentata, è tuttavia da ascrivere alle misure monetarie restrittive. Essendo i fondi ipotecari diventati più costosi e più difficili

da ottenere, l'edilizia di tipo residenziale ha registrato una forte contrazione; le vendite di autoveicoli sono scese e l'incremento degli investimenti aziendali ha subito cospicui tagli. Questi sviluppi mettono in evidenza il modo in cui l'economia ha reagito per poter fronteggiare la crescente spesa per la difesa, attenuando in pari tempo le pressioni inflazionistiche. Difatti, verso la fine del 1966, la flessione nella domanda ha dato luogo ad una sostanziale e involontaria accumulazione delle scorte.

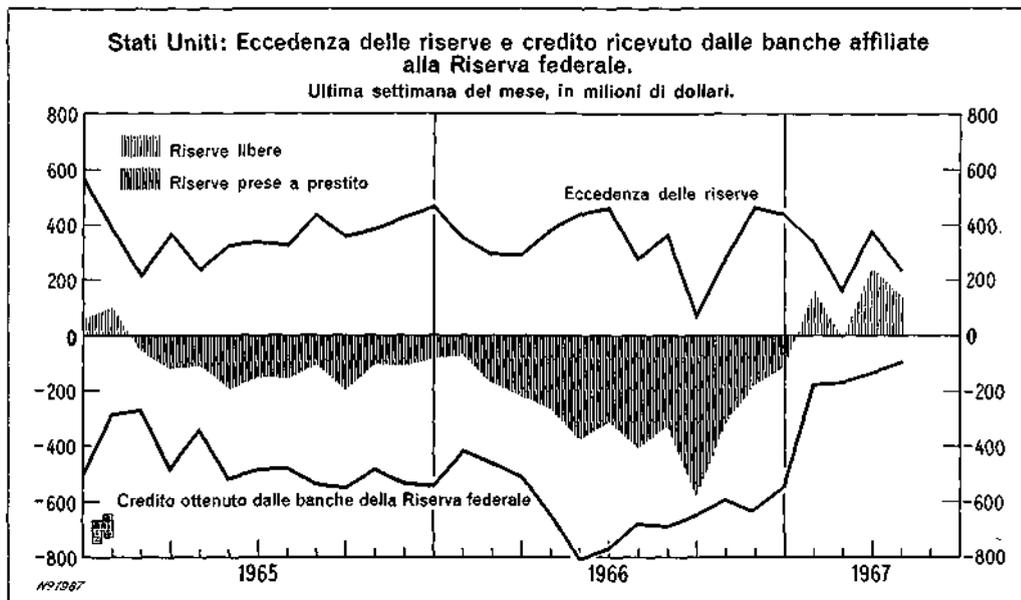
La domanda in eccesso ha avuto l'inevitabile conseguenza di far aumentare i prezzi. Nei dodici mesi fino all'ottobre 1966, i prezzi al consumo sono cresciuti del 3,7% e quelli ingrosso del 3%; mentre nel 1966 il prodotto nazionale lordo, in termini reali, ha registrato un incremento del 5,4%, l'espansione, in termini nominali, è stata dell'8,6%. Inoltre, le norme guida per i salari, che erano state osservate rigidamente per diversi anni, non hanno più potuto essere mantenute dopo la metà dell'anno, e le revisioni salariali allo scopo di introdurre miglioramenti sono continuate nel 1967, nonostante la mutata situazione sul mercato del lavoro.

Le forze all'opera nell'economia interna hanno pure causato un notevole deterioramento della posizione americana per quanto riguarda i pagamenti esterni. Una conseguenza diretta della guerra nel Vietnam è che le spese di natura militare effettuate all'estero dalla metà del 1965 all'ultimo trimestre del 1966 sono cresciute con un saggio di circa \$1 miliardo, calcolato su base annuale. L'accelerazione della domanda è, inoltre, traboccata nelle importazioni, che sono aumentate del 19% nel 1966; la maggior parte di tale incremento si è verificata nei primi tre trimestri dell'anno. L'espansione ha investito soprattutto i manufatti, sia di consumo che di natura strumentale, dato che all'interno la capacità produttiva risultava insufficiente e i termini di consegna erano andati allungandosi. Difatti, le importazioni di beni strumentali sono aumentate del 65%. Sebbene le esportazioni abbiano presentato un andamento favorevole, l'avanzo commerciale (escluse le esportazioni finanziate dal governo) è sceso a \$730 milioni, cioè è stato di \$1,3 miliardi inferiore a quello dell'anno precedente. Siccome la domanda si è ridotta verso la fine dell'anno, l'espansione delle importazioni ha incominciato a rallentare e, nei primi mesi del 1967, era assai modesta. Le esportazioni hanno tuttavia continuato a mostrare vigore, sicché l'andamento sfavorevole della bilancia commerciale è stato in parte neutralizzato.

Nel 1966, la peggiorata posizione della bilancia commerciale e le maggiori spese di natura militare all'estero sono state parzialmente compensate da un significativo miglioramento nel saldo del conto capitali a lungo termine. I principali fattori che vi hanno contribuito sono gli elevati saggi d'interesse corrisposti negli Stati Uniti e la limitazione volontaria delle esportazioni di capitali. Nel 1966, per esempio, sono affluiti fondi esteri a più lungo termine per \$2 miliardi contro una situazione praticamente in equilibrio nel 1965. Tale movimento è il risultato di un ampio spostamento verso certificati di deposito a più lungo termine e titoli emessi da organi governativi, buona parte dei quali è stata collocata presso istituzioni internazionali e autorità monetarie estere. In aggiunta, il deflusso dagli Stati Uniti di capitali privati a lungo termine si è ridotto di \$0,9 miliardi rispetto all'importo di circa \$4,4 miliardi registrato nel 1965. Le imprese americane hanno

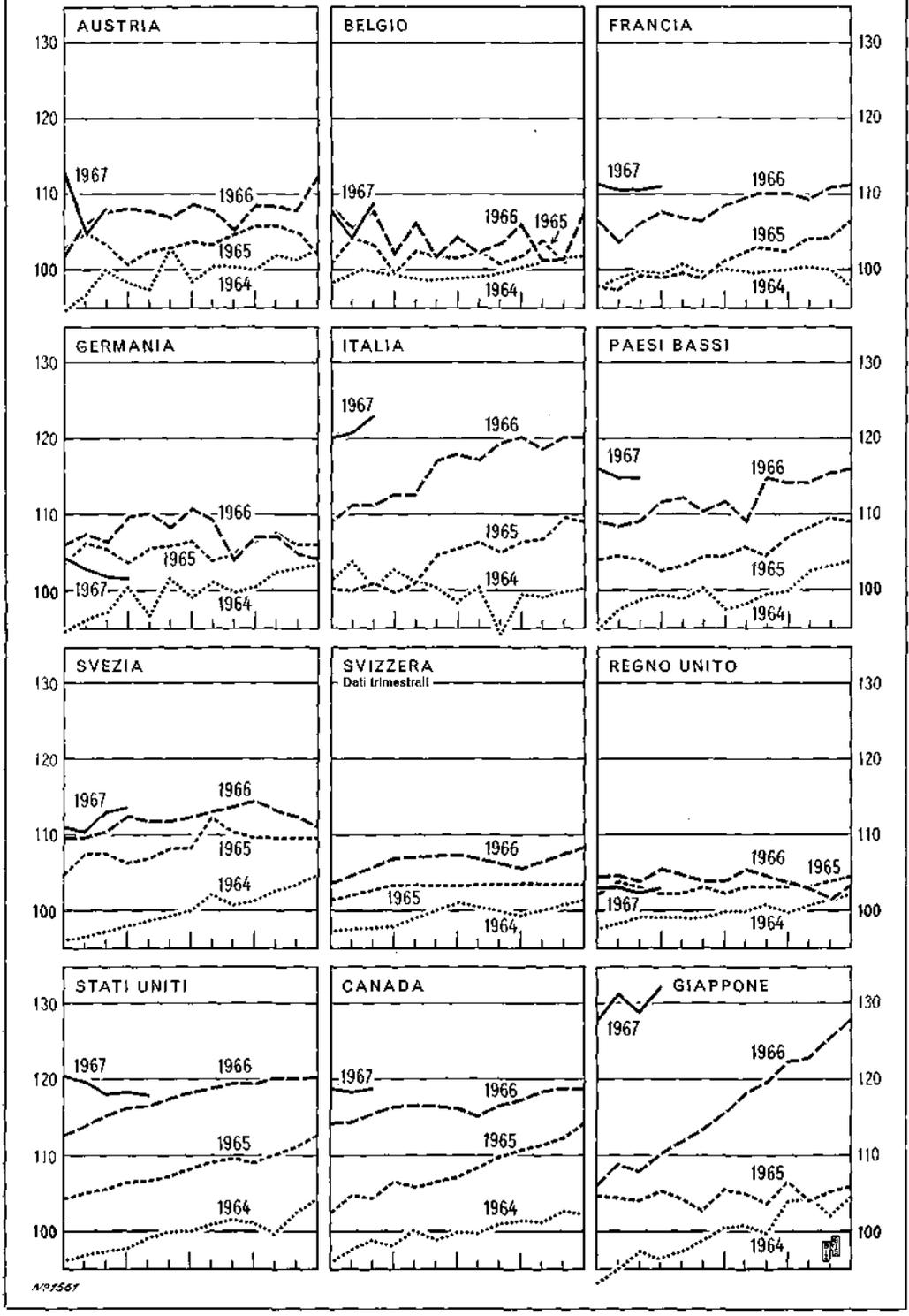
finanziato una quota maggiore dei loro investimenti all'estero con titoli emessi sui mercati europei ed il conseguente afflusso di fondi a lungo termine ha in parte compensato il deflusso di \$3,4 miliardi per investimenti diretti. A causa della forte domanda di credito all'interno del paese, si è verificata anche una modesta flessione nei prestiti a lungo termine concessi da banche americane a non residenti e gli acquisti netti di titoli esteri da parte di residenti americani sono lievemente diminuiti.

In seguito all'influenza di questi diversi fattori, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti è cresciuto, sulla base della liquidità, da \$1,3 miliardi nel 1965 a \$1,4 miliardi nello scorso anno. Il deterioramento sarebbe stato tuttavia più cospicuo, se le istituzioni ufficiali estere non avessero spostato i loro investimenti dalle attività liquide verso quelle non liquide. Hanno inoltre contribuito all'afflusso di fondi ufficiali i pagamenti netti anticipati della Germania per acquisti di materiale bellico; Francia, Italia e Germania hanno regolato anticipatamente debiti per \$0,4 miliardi.



Nell'economia interna, le pressioni inflazionistiche indotte dalla domanda si erano nettamente attenuate verso la fine del 1966. Mentre, nell'autunno, la Riserva federale era intervenuta per alleviare la stretta monetaria esistente sui mercati finanziari, in dicembre essa si è orientata decisamente verso una politica di abbondanza monetaria attraverso imponenti operazioni di mercato aperto. In novembre e in dicembre le riserve non prese a prestito sono tornate ad espandersi e, poco prima della fine dell'anno, la Riserva federale ha revocato l'invito, rivolto alle banche in settembre, di limitare la concessione di prestiti alle aziende. La politica monetaria di facilitazioni è stata proseguita all'inizio del 1967. In marzo, le riserve legali delle banche affiliate sui depositi a risparmio e, in parte, sui depositi vincolati sono state ridotte dal 4 al 3% e, all'inizio di aprile, il saggio ufficiale di sconto è stato portato dal 4,5 al 4%. Poichè i saggi d'interesse americani stavano

Produzione Industriale.
Indici mensili rettificati: 1964 = 100.



diminuendo, in dicembre è stato intensificato il programma per comprimere il deflusso di capitali nell'anno successivo. Con decorrenza dal gennaio 1967, l'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse è stata rialzata dall'equivalente dell'1 all'1,5 % e prorogata per altri due anni.

Quando, in gennaio, è stato presentato il bilancio federale, il governo si è trovato davanti ad una scelta difficile, cioè con quale rigore applicare la politica fiscale. Da una parte, la domanda aveva, per il momento, cessato di crescere e non v'era quindi alcuna necessità immediata di un'ulteriore riduzione. D'altra parte, il bilancio prevedeva un disavanzo assai cospicuo. Oltre a ciò, il denaro più abbondante avrebbe probabilmente provocato una certa ripresa in alcuni settori (per esempio, l'edilizia), i salari stavano aumentando e la spesa per la difesa avrebbe forse subito un altro incremento. In complesso, considerando probabile che verso la seconda metà del 1967 la domanda avrebbe ripreso il suo movimento ascendente, si è ritenuto opportuno inasprire l'imposizione. Le proposte relative contemplavano un'addizionale del 6 % sulle imposte sul reddito personale e delle società, con decorrenza dal 1° luglio ed un aumento dei contributi per la sicurezza sociale a partire dal 1° gennaio 1968. Poichè, durante la primavera, la domanda ha tuttavia continuato ad indebolirsi, sono stati ripristinati il credito d'imposta del 7 % sugli investimenti in attrezzature e la disposizione relativa all'ammortamento accelerato delle costruzioni di tipo industriale e commerciale. Infine, alcuni fondi del bilancio federale, precedentemente bloccati, sono stati svincolati e destinati alla costruzione di autostrade e ad altri progetti. Ma non si sapeva ancora quale atteggiamento il Congresso avrebbe assunto in merito agli inasprimenti tributari proposti.

Per riassumere, la situazione economica degli Stati Uniti rispecchia quindi un quadro ben noto: il "boom" è cessato, ma la spinta all'insù dei salari continua. E continua pure a sussistere il saldo passivo nei conti con l'estero.

Germania.

In Germania, la situazione economica è andata evolvendosi in modo alquanto analogo a quella degli Stati Uniti, nel senso che la severa stretta monetaria ha costituito il principale strumento utilizzato per combattere un "boom" inflazionistico. L'evoluzione ha naturalmente impiegato più tempo in Germania, ma in entrambi i paesi la domanda in eccesso è stata riportata sotto controllo. In Germania, tuttavia, non vi era una crescente spesa per la difesa ad impedire alla domanda di scendere al disotto di un determinato livello e l'azione delle autorità ha dovuto essere diretta più decisamente a stimolare la ripresa dell'attività economica.

Già nel 1964, in seguito all'espansione, l'economia tedesca aveva raggiunto una fase di più che pieno impiego ed erano state notate tensioni inflazionistiche. Poichè la spesa pubblica continuava a crescere rapidamente, toccò alla Bundesbank di applicare i freni. Un primo passo fu compiuto nell'estate del 1964, quando vennero aumentate le riserve legali minime. Successivamente, la politica monetaria

venne inasprita in modo progressivo, facendo ricorso ad ogni possibile mezzo. Come risultato, la liquidità delle banche si è trovata sottoposta a notevole pressione, il credito bancario ed i fondi sul mercato dei capitali sono diventati scarsi e i saggi d'interesse sono saliti a livelli quasi proibitivi. Ma siccome la spesa pubblica ha continuato a crescere fino al 1966 inoltrato, è occorso qualche tempo prima che le misure restrittive adottate dalla banca centrale producessero le conseguenze desiderate. Ciò non di meno, nella primavera del 1966 il loro effetto stava facendosi sentire: il movimento ascendente si è arrestato e poco dopo ha avuto inizio un rallentamento dell'attività economica.

Questa inversione di tendenza si è chiaramente rispecchiata nella contrazione delle nuove ordinazioni collocate all'interno del paese che, dopo aver raggiunto una punta in marzo e in aprile, si erano ridotte di circa il 10% alla fine dell'anno. Ancora più pronunciata è stata la flessione nel valore dei progetti di costruzione che, per lo stesso periodo, è ammontata al 17,5%. Pure la produzione industriale si è contratta, ma poichè, nella primavera del 1966, la quantità di ordinazioni non soddisfatte era ancora considerevole, la riduzione, da questo periodo alla fine dell'anno, è stata soltanto del 4,5%. Una volta eseguite le ordinazioni arretrate, la flessione si è andata accelerando.

Il mutamento ciclico ha influito anche sulla situazione del mercato del lavoro, sebbene la disoccupazione non abbia incominciato a crescere che in autunno. Nel febbraio 1967, il totale di lavoratori senza occupazione era tuttavia salito a 674.000 unità contro soltanto 236.000 unità nel febbraio 1966. In aggiunta, i turni di lavoro ad orario ridotto, raramente applicati per alcuni anni, erano cresciuti in misura notevole e dal settembre 1966 al gennaio 1967, il numero dei lavoratori stranieri è diminuito di quasi il 20%. Questo fenomeno ha avuto, in parte, carattere stagionale, ma si ritiene che un'importante aliquota di coloro che sono rientrati nei rispettivi paesi d'origine non verrà riassunta. L'inversione nella tendenza del ciclo è dimostrato anche dalla riduzione, insolitamente consistente, nei posti di lavoro disponibili, che sono passati da 622.000 nel marzo 1966 a 275.000 nel febbraio 1967.

Per quanto riguarda la domanda, il principale fattore nella fase discendente del ciclo economico è stato il rallentamento degli investimenti, tanto privati che pubblici e, difatti, sono state le industrie di beni strumentali, insieme al settore dell'edilizia, a sopportare il regresso più sensibile. I conti nazionali mettono in evidenza che nel secondo semestre del 1966 gli investimenti fissi lordi, in termini monetari, sono stati effettivamente dell'1,1% inferiori a quelli del periodo corrispondente del 1965. Questo fatto è in netto contrasto con l'incremento del 7,4% registrato per il periodo gennaio-giugno. La variazione è stata più accentuata negli acquisti di attrezzature: nella prima metà del 1966 essi hanno presentato un aumento del 4,6% rispetto al livello dell'anno precedente, ma nel secondo semestre del 1966 hanno subito una flessione del 5%. Anche la domanda del settore personale si è ridotta nell'estate ed i saggi di espansione relativi ai consumi privati sono passati — in armonia con l'andamento dei redditi — dal 9% nella prima metà dell'anno al 4% nel quarto trimestre in confronto ai corrispondenti periodi del 1965.

La lievitazione dei prezzi ha cominciato a rallentare a metà dell'anno. I prezzi dei prodotti industriali, che erano aumentati senza interruzione durante il 1965 e cresciuti con ritmo ancora più rapido nei primi mesi del 1966, sono rimasti pressochè invariati dalla scorsa estate. Il costo della vita ha, invece, continuato il suo movimento ascendente fino a poco tempo fa (soprattutto a causa dell'ininterrotto incremento degli affitti e di una nuova ondata di aumenti nei prezzi dei generi alimentari), ma gli incrementi sono stati più moderati di prima. Gli aumenti salariali, che precedentemente avevano raggiunto la media di circa il 9%, hanno subito una pausa soltanto verso la fine del 1966.

La tendenza alla recessione all'interno del paese è stata compensata, sebbene soltanto in modesta misura, dall'evoluzione negli scambi internazionali. Mentre, in Germania, i termini di consegna andavano riducendosi, gli esportatori hanno intensificato gli sforzi per espandere le loro vendite all'estero, dove la domanda era tuttora sostenuta. Nel 1966, le esportazioni sono pertanto cresciute sensibilmente, registrando un aumento del 12,5% per l'intero anno. Contemporaneamente (e pure a causa di fattori ciclici), le importazioni sono rallentate e, infine, diminuite. Dati questi sviluppi divergenti, la partite correnti della bilancia dei pagamenti sono passate da un cospicuo disavanzo nel periodo gennaio-giugno ad un avanzo ancora maggiore nella seconda metà del 1966. Per l'anno nel suo complesso è stato registrato un avanzo di DM 0,4 miliardi contro un disavanzo di DM 6,1 miliardi nel 1965. L'effetto sulla liquidità dell'economia da parte di questo ampio spostamento è stato, peraltro, alquanto attenuato da una flessione nell'afflusso netto di capitali (escluse le transazioni governative speciali) e da una variazione nei termini di pagamento di DM 2,8 miliardi.

Mentre i sintomi di miglioramento della situazione economica si andavano accentuando, la Bundesbank ha dovuto tener presente il fatto che i salari continuavano a salire e che gli sviluppi nel settore tributario (il più importante fattore di espansione della precedente ripresa) non erano ancora molto chiari. In un primo momento è stata pertanto mantenuta in vigore la politica di restrizioni monetarie, pur permettendo che il crescente avanzo verso l'estero producesse i suoi effetti sulla liquidità bancaria.

Verso la fine dell'anno, la situazione era radicalmente diversa: salari e prezzi avevano quasi cessato di aumentare, una soluzione dei problemi fiscali sembrava imminente e, soprattutto, stava crescendo la disoccupazione. In considerazione di tutto ciò, la Bundesbank adeguò drasticamente la sua politica. A partire da dicembre sono state modificate le disposizioni relative alle riserve minime e le percentuali sono state ridotte in tre fasi, il saggio ufficiale di sconto è stato abbassato gradualmente ed i prezzi alla vendita per la carta emessa sul mercato monetario sono stati ridotti in conformità. I saggi sono scesi, pur avendo l'uscita di fondi alquanto limitato l'effetto della politica monetaria meno restrittiva sui saggi d'interesse all'interno. Il ribasso è stato più pronunciato nel settore dei saggi a breve che sul mercato delle obbligazioni, dove i rendimenti oscillano tuttora intorno al 7%. La domanda di credito non ha invece reagito come previsto e, finora, soltanto il settore pubblico si è avvalso delle maggiori facilitazioni creditizie offerte dalle banche.

**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	1964	3,9	6,3	9,0	9,4	7,2	7,7	7,7	6,8
	1965	5,1	1,1	4,7	4,8	4,0	6,5	9,2	2,4
	1966	5,1	4,5	7,3	.	.	6,3	10,4	4,3
Belgio	1964	4,1	4,2	12,9	5,3	46,2	12,7	11,2	6,6
	1965	3,5	5,2	1,2	1,6	0,1	8,8	7,7	3,3
	1966	3,0	4,0	4,0	6,0	- 2,5	7,0	9,5	3,5
Danimarca ¹	1964	6,6	8,0	19,2	17,4	28,3	8,8	19,9	8,0
	1965	4,6	3,7	6,9	7,0	6,3	8,0	7,1	4,6
	1966	4,1	4,3	4,6	4,8	3,8	2,7	5,7	2,4
Finlandia	1964	5,9	6,7	3,3	7,6	- 9,3	5,7	19,1	6,7
	1965	4,7	3,6	8,5	8,1	10,0	4,6	6,5	5,5
	1966	4,0	4,0	2,0	2,5	1,0	5,0	3,0	2,0
Francia	1964	4,7	4,8	10,1	7,8	16,9	7,7	12,4	5,9
	1965	3,9	3,9	5,2	1,8	14,9	11,3	3,6	4,2
	1966	4,7	3,3	7,4	10,4	0,0	7,1	11,1	4,8
Germania	1964	5,4	- 1,2	12,0	13,0	8,4	10,4	10,9	6,6
	1965	6,1	6,6	6,9	8,7	- 0,6	7,1	14,8	4,8
	1966	3,2	0,3	0,5	0,0	2,6	10,3	2,1	2,6
Italia	1964	2,5	3,4	- 6,5	- 11,9	6,0	11,6	- 5,1	2,8
	1965	2,2	3,6	- 8,4	- 9,6	- 6,0	20,8	1,9	3,5
	1966	5,7	3,6	3,7	6,1	- 0,9	12,5	13,4	5,5
Norvegia ¹	1964	4,0	4,6	1,5	1,0	4,5	10,7	8,1	4,9
	1965	3,2	8,8	8,7	9,6	3,6	7,3	9,6	5,7
	1966	4,6	3,8	4,9	5,6	- 0,6	7,6	7,9	4,3
Paesi Bassi	1964	6,1	2,8	16,9	14,7	28,8	12,1	14,3	9,3
	1965	7,6	0,9	5,1	3,6	12,1	9,1	7,3	5,4
	1966	3,9	2,6	7,6	7,5	8,1	5,5	8,0	4,3
Svezia ¹	1964	5,3	5,1	7,0	5,8	11,1	10,6	10,0	7,6
	1965	4,4	6,5	4,0	4,1	3,7	4,0	11,0	3,5
	1966	1,5	4,4	3,5	6,0	- 4,0	5,1	2,9	2,6
Svizzera	1964	4,8	4,1	8,9	8,4	10,6	6,8	8,7	5,1
	1965	3,5	0,8	- 1,4	- 1,3	- 2,1	12,0	3,1	4,2
	1966	2,2	5,8	- 0,7	- 0,4	- 1,8	5,8	4,1	2,3
Totale	1964	4,7	2,7	8,4	7,3	12,8	10,0	9,8	6,0
	1965	4,5	4,7	4,1	4,3	3,4	10,0	8,4	4,3
	1966	4,0	3,0	3,3	4,1	1,1	8,1	6,9	3,8
Regno Unito	1964	3,8	1,9	17,0	14,7	26,8	3,9	8,6	5,8
	1965	1,7	3,5	3,5	3,8	2,4	5,3	2,0	2,2
	1966	1,6	3,2	0,8	1,8	- 2,9	3,0	2,6	1,4
Stati Uniti	1964	5,8	1,1	6,3 ²	8,9	- 0,8	13,4	5,3	5,3
	1965	6,0	2,1	8,0 ²	11,3	- 2,0	2,5	10,7	5,9
	1966	4,9	8,4	5,1 ²	9,7	- 10,2	10,2	17,4	5,4

¹ 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. ² Investimenti privati e nuova edilizia civile del settore pubblico.

Anche le misure del governo hanno dovuto, infine, tener conto della mutata situazione economica. Nell'autunno, quando sono state effettuate le prime stime fiscali per il 1967, l'attenzione si è concentrata sul pareggio del bilancio. I precedenti programmi di investimento ed i fondi stanziati per spese correnti suggerivano un incremento automatico della spesa pubblica per il 1967, che sarebbe stato impossibile coprire in base alle previsioni per le entrate e alla situazione tesa sui mercati finanziari. Le autorità hanno pertanto tentato di ridurre le spese e di aumentare le entrate.

Il bilancio originale, presentato in settembre, prevedeva un incremento della spesa federale di oltre il 7%, per cui furono proposte modificazioni alla legislazione tributaria nell'intento di ridurre il disavanzo da DM 3,5 a 0,5 miliardi. Ma poichè la fase discendente del ciclo economico stava producendo i suoi effetti, con ripercussioni sulle entrate tributarie, il disavanzo previsto andava crescendo, mentre, contemporaneamente, la tendenza recessiva limitava il margine disponibile per un'azione deflazionistica. Il bilancio, così come è stato modificato sino alla fine di gennaio, contemplava l'aumento delle entrate soprattutto mediante l'incremento delle imposte sui consumi, l'abolizione di concessioni tributarie e l'accelerazione della riscossione delle imposte. Per quanto riguarda l'uscita, erano previste riduzioni di sovvenzioni e di spese di natura sociale; una parte degli oneri sarebbe stata inoltre addossata ad altri organi o spostata nel futuro.

Sebbene il disavanzo non fosse molto cospicuo quando il bilancio venne presentato, le stime non tenevano conto di ulteriori contrazioni cicliche nelle entrate tributarie, già considerate probabili. Abbandonando lo scopo al quale si mirava precedentemente, cioè di presentare un bilancio grosso modo in equilibrio, per la prima volta, dopo molti anni, il governo si è deciso in favore di un orientamento anticiclico della politica fiscale, che, date le circostanze, comportava un disavanzo di bilancio.

Il bilancio regolare è stato integrato con un "bilancio di contingenza", annunciato in gennaio, il quale prevedeva spese per investimenti finanziate con crediti fino a DM 2,5 miliardi. Di questo importo, DM 850 milioni erano già stati assegnati in marzo, soprattutto per spese addizionali in conto capitali da parte delle Ferrovie federali e dell'Amministrazione delle Poste, nonché per la costruzione di strade. In aggiunta, allo scopo di stimolare gli investimenti privati, all'industria è stato consentito di effettuare speciali accantonamenti per ammortamenti per un periodo di nove mesi.

Fino alla primavera inoltrata lo stimolo fiscale aveva avuto poco tempo per produrre i suoi effetti e le facilitazioni monetarie non avevano ancora ridotto il livello dei saggi d'interesse a lungo termine ad un punto tale da incoraggiare una generale ripresa degli investimenti. D'altra parte, le esportazioni costituivano tuttora un fattore di sostegno e la recessione non si stava aggravando. Era pertanto ragionevole prevedere che una fase ascendente dell'attività economica non si sarebbe fatta attendere troppo. Ad ogni modo, le autorità hanno annunciato di avere l'intenzione di introdurre, se sarà necessario, nuovi incentivi più avanti nell'anno.

Regno Unito.

L'esperimento condotto nel Regno Unito per provare la nuova teoria che un'espansione forzata dell'economia avrebbe provocato l'automatica rimozione del saldo passivo della bilancia dei pagamenti è stato abbandonato lo scorso luglio, dopo oltre due anni di risultati negativi.

Le diverse misure restrittive di politica monetaria e fiscale introdotte verso la fine del 1964 e nel 1965 avevano rallentato effettivamente il saggio di incremento, ma non erano riuscite a eliminare la domanda in eccesso, che era ancora intensa nel primo trimestre del 1966. A quel tempo, anche la bilancia dei pagamenti non manifestava più miglioramenti, come invece aveva fatto nel 1965. Per fronteggiare la situazione, in occasione del bilancio del maggio 1966 furono introdotte nuove imposte, che avrebbero dovuto dare un gettito di £ 386 milioni nel 1966-67, e si adottarono misure per risolvere direttamente il problema dei conti con l'estero, mediante la limitazione volontaria degli investimenti nei paesi più progrediti dell'area della sterlina e mediante riduzioni delle spese governative all'estero.

Delle nuove entrate che sarebbero affluite al bilancio, oltre l'80 % doveva provenire da una nuova imposta selettiva sull'occupazione. Siccome l'applicazione di questa imposta richiedeva un certo periodo di tempo, essa non sarebbe diventata operante prima di settembre, per cui non ebbe alcun effetto immediato sulla domanda interna. La capacità produttiva è pertanto rimasta molto tesa anche nel secondo trimestre. Rispetto agli acquisti effettuati prima della presentazione del bilancio la spesa dei consumatori ha reagito alquanto, ma questa evoluzione è stata in parte ostacolata perchè la politica dei prezzi e dei redditi in vigore ha dimostrato di avere più successo nel limitare gli aumenti dei prezzi che nel contenere i miglioramenti salariali. Anche gli investimenti privati, finanziati con cospicue emissioni di titoli durante la prima metà dell'anno, si sono mantenuti ad un livello relativamente alto e le spese pubbliche, sia ordinarie che in conto capitali, sono cresciute senza interruzione. In complesso, il totale della spesa pubblica è risultato un poco inferiore in termini reali, ma la situazione sul mercato del lavoro è rimasta tesa come prima, con una disoccupazione dell'1,2 % rispetto al totale dei lavoratori occupati, cioè meno elevata di quella dell'anno precedente, ed un numero crescente di posti di lavoro vacanti. Inoltre, pur essendo la posizione verso l'estero resa confusa dallo sciopero dei marittimi in maggio e giugno, il disavanzo commerciale è apparso in aumento.

In aggiunta a questi fattori interni sfavorevoli, nel primo semestre dell'anno l'aumento dei saggi d'interesse negli Stati Uniti ha attirato un cospicuo volume di fondi a breve dal mercato di Londra, intensificando la pressione sul mercato dei cambi della sterlina. La combinazione di questi fattori ha scosso la fiducia nella sterlina e, nel luglio, si è sviluppata una forte crisi. Per il sostegno immediato della moneta è stato necessario fare ricorso a un forte indebitamento mediante facilitazioni fornite da istituzioni monetarie estere.

Data questa crisi, un'azione energica per riequilibrare la bilancia dei pagamenti ha acquistato una priorità assoluta per la politica economica, ponendo più che mai la necessità di una sensibile riduzione della domanda interna. Il 20 luglio

sono state annunciate misure intese a diminuire le previste spese interne di oltre £ 500 milioni e, in aggiunta, a contrarre direttamente le spese all'estero per circa £ 150 milioni. Con nuove restrizioni sul credito al consumo, l'inasprimento delle imposte indirette e dell'imposta complementare sul reddito, la maggiorazione delle tariffe per i servizi postali ed un'ulteriore diretta limitazione nel settore delle costruzioni meno essenziali, la domanda privata interna avrebbe dovuto subire una flessione di £ 350 milioni. Restrizioni valutarie più rigorose avrebbero contribuito con £ 50 milioni al miglioramento della bilancia dei pagamenti. Anche la spesa pubblica sarebbe stata diminuita: di £ 150 milioni gli investimenti interni, soprattutto quelli delle imprese pubbliche e di almeno £ 100 milioni le spese all'estero; queste ultime riduzioni sarebbero state applicate soltanto nel 1967-68.

In aggiunta, fino alla fine dell'anno è stato imposto un rigido blocco dei redditi e dei prezzi, che sarà seguito per altri sei mesi da severe restrizioni. I controlli diretti e le misure fiscali sono stati integrati con ulteriori interventi da parte delle autorità monetarie. Alcuni giorni prima, il saggio ufficiale di sconto era stato portato al 7% e le banche erano state invitate a costituire depositi speciali addizionali. All'incirca allo stesso tempo è stato annunciato che nessuna modificazione del limite massimo fissato per la concessione del credito bancario sarebbe stata consentita per compensare la stretta che si sarebbe verificata nella liquidità delle società più avanti nell'anno. Poichè l'effetto dell'imposta selettiva sul livello dell'occupazione doveva ancora farsi sentire, l'ampiezza e la severità di questo programma dimostravano la risolutezza delle autorità britanniche.

Le misure adottate hanno rapidamente influito sulla spesa privata. Nella seconda metà dell'anno, i consumi si sono ridotti del 2,5% rispetto al primo semestre, nonostante una flessione nel saggio del risparmio. L'effetto è stato particolarmente sensibile nel settore delle vendite di beni durevoli: quelle di autoveicoli sono scese di circa un terzo. Anche gli investimenti privati sono progressivamente rallentati verso la fine dell'anno. La crescente spesa del settore pubblico e l'accresciuto volume delle esportazioni hanno tuttavia parzialmente compensato tale andamento. Sebbene la produzione industriale si sia contratta rapidamente dopo il mese di agosto, la produzione globale non si è ridotta in misura sensibile ma è rimasta stazionaria.

Col rallentarsi del ritmo della domanda, si è notato che le imprese avevano perduto molta della fiducia dimostrata precedentemente quando erano state emanate le prime misure restrittive. Questo fatto si è manifestato in una pronta flessione nella richiesta di finanziamenti quando sono stati ridimensionati i programmi degli investimenti. Molte delle emissioni predisposte, che avevano minacciato di gravare in misura eccessiva sul mercato dei capitali, sono state ritirate o differite e i saggi d'interesse a lungo termine hanno incominciato a ribassare. Anche la domanda di anticipazioni bancarie si è contratta e le banche che si erano attese difficoltà nell'osservare i limiti massimi stabiliti per la concessione di credito, si sono trovate ad avere disponibilità in eccedenza per i prenditori di prestiti aventi diritto a priorità.

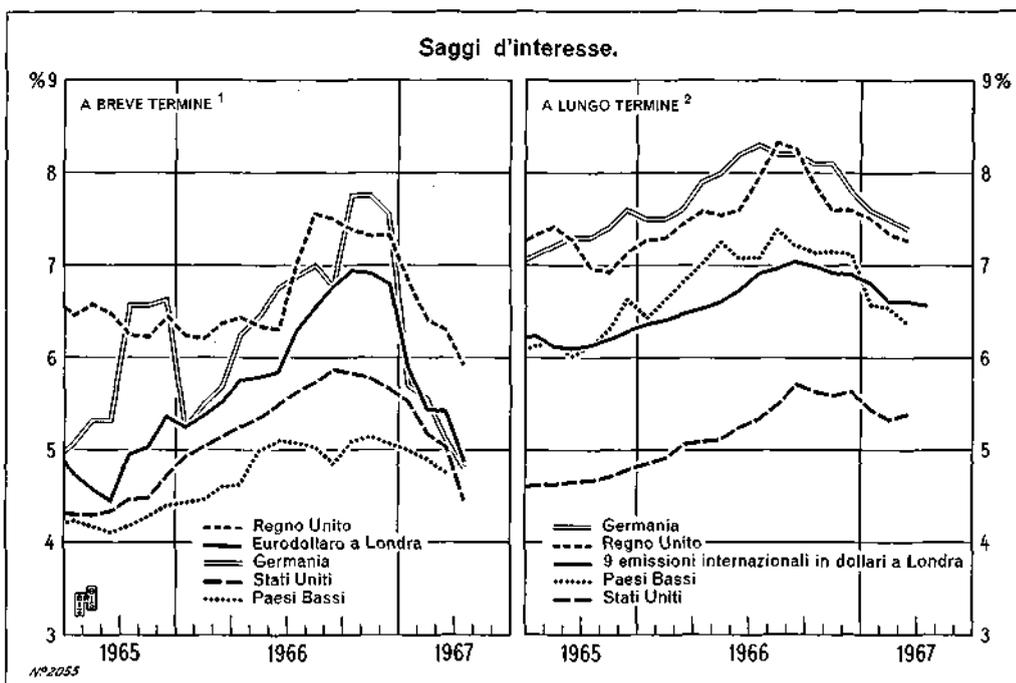
In contrasto con il precedente accaparramento delle forze di lavoro, queste ultime si sono rapidamente adeguate al più basso livello di produzione. Alla fine

dell'anno, i disoccupati erano saliti a quasi 450.000 unità, cioè all'1,9% rispetto al totale dei lavoratori occupati e i posti di lavoro disponibili notificati hanno presentato una riduzione delle stesse proporzioni. Questo mutamento nella situazione del mercato del lavoro ha contribuito a sostenere il blocco dei redditi, che molti, all'inizio, avevano accusato di essere scarsamente realistico. Dal gennaio al giugno, i saggi salariali orari nell'industria sono cresciuti con un ritmo dell'8%, su base annuale, mentre sono rimasti praticamente invariati dopo luglio e la tendenza verso orari di lavoro ridotti si è arrestata. Nei primi sei mesi del 1966, i prezzi al minuto hanno registrato un incremento del 2,6%, ma nel secondo semestre sono cresciuti soltanto dell'1% e persino questo modesto aumento è da attribuire in ampia misura agli inasprimenti tributari e a fattori stagionali.

Dopo un intervallo assai breve, la minore tensione nell'economia interna ha provocato un miglioramento della bilancia dei pagamenti. Per l'anno nel suo complesso, il disavanzo delle partite correnti si è quasi ridotto della metà, a £61 milioni, ma il progresso è interamente dovuto ad un cospicuo avanzo di £135 milioni (rettificato per variazioni stagionali) registrato nel quarto trimestre. Al conseguimento di questo risultato ha contribuito un numero insolito di fattori speciali, ma l'intensità delle esportazioni alla fine dell'anno ed una flessione nelle importazioni non influenzate dall'abolizione, avvenuta in novembre, del dazio supplementare sugli acquisti di merci all'estero, hanno nettamente rispecchiato il rallentamento della domanda interna. Il conto capitali a lungo termine ha pure realizzato un miglioramento di £111 milioni, che si è ripartito più uniformemente nel corso dell'anno, e ha interessato quasi unicamente i capitali privati. Per tutto l'anno, la bilancia dei pagamenti di base ha accumulato un disavanzo di £189 milioni contro uno di £348 milioni nel 1965 ed un avanzo di £121 milioni nel quarto trimestre nonostante la ripresa del servizio degli interessi sui prestiti post-bellici nordamericani.

Il mercato dei cambi ha continuato ad essere sottoposto a pressione per un certo periodo e ancora in agosto si è dovuto fare ricorso all'assistenza finanziaria estera a breve. Più avanti nel mese di settembre si è tuttavia verificata un'inversione di tendenza, che in ottobre ha consentito di cominciare a rimborsare l'assistenza ricevuta dalle banche centrali. Poichè negli Stati Uniti la situazione monetaria si è andata notevolmente alleggerendo in dicembre e dato che questa evoluzione è stata accompagnata da un ritorno di fiducia nella sterlina, i fondi a breve sono rientrati su vasta scala sul mercato di Londra. Inoltre, nel primo trimestre del 1967, la bilancia dei pagamenti ha accumulato un saldo attivo superiore a quello stagionale. Insieme, tutti questi fattori hanno convogliato un cospicuo volume di valute estere nelle mani delle autorità, sicchè alla fine di marzo è stato possibile liquidare il grosso dell'assistenza a breve ricevuta.

La situazione dal 1964 a questo momento può essere riassunta, a grandi linee, come segue. Le pressioni sulla sterlina erano causate dai saldi passivi della bilancia dei pagamenti registrati negli anni 1964-66 e dai movimenti di fondi che abbandonavano il mercato di Londra per mancanza di fiducia nella moneta. Questi movimenti erano stati finanziati con i prestiti a medio termine accordati dal F.M.I. e dalla Svizzera per l'importo di £900 milioni, con il trasferimento di £316 milioni dal portafoglio del Tesoro alle riserve e con massicci prelievi dal-



¹ Regno Unito: depositi a tre mesi presso le autorità locali; Germania: prestiti a tre mesi del mercato monetario; Stati Uniti: certificati di deposito a tre mesi (mercato secondario); Paesi Bassi: buoni del Tesoro a tre mesi. ² Germania: obbligazioni industriali; Regno Unito: obbligazioni e prestiti a 20 anni; Paesi Bassi: tre emissioni di obbligazioni private (4,5-4,75%); Stati Uniti: obbligazioni industriali.

l'assistenza monetaria concessa dall'estero. Alla fine di marzo, i saldi in sterline erano stati per lo più ricostituiti e l'assistenza a breve era stata in gran parte rimborsata, mentre l'indebitamento a medio termine in essere più il trasferimento dal portafoglio alle riserve ammontavano all'incirca allo stesso importo dei saldi passivi precedentemente accumulati e compensati in modesta misura dai recenti saldi attivi.

Il 25 maggio il Regno Unito ha restituito al F.M.I. \$405 milioni dell'importo di \$1 miliardo prelevato nel dicembre 1964. La somma rimborsata corrisponde al totale dei crediti concessi, nel quadro degli Accordi generali di prestito, al F.M.I. in connessione con il prelievo effettuato dal Regno Unito nel 1964. Contemporaneamente è stato rimborsato il credito di \$80 milioni accordato dalla Svizzera al Regno Unito nel dicembre 1964.

Alla fine del 1966, l'economia britannica aveva assorbito lo "choc" iniziale inferto dalle misure prese in luglio. Dopo il mese di novembre, la produzione industriale si è stabilizzata; analogamente, tanto l'aumento della disoccupazione quanto la contrazione nel numero dei posti di lavoro vacanti sono andati rallentando intorno al volgere dell'anno. La flessione nella spesa per i consumi sembrava aver perduto di vigore e si prospettava qualche aumento dei saggi salariali. Sebbene gli investimenti privati continuassero a diminuire, essi avevano ricevuto un lieve stimolo dall'incremento delle sovvenzioni sulle spese per investimenti che sarebbero state sostenute nei due anni successivi e dal pagamento accelerato delle sovvenzioni stesse. I saggi d'interesse erano scesi notevolmente al disotto della loro

punta massima e, dato che i saggi a breve stavano diminuendo all'estero, alla metà di marzo il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto al 6%. Inoltre, quantunque il programma di luglio avesse annunciato una riduzione della spesa nel settore pubblico per il seguente anno finanziario, le stime ufficiali rivelavano che soprattutto gli investimenti pubblici avrebbero continuato a costituire un fattore di espansione. E, sebbene la sterlina si sia ripresa nel primo trimestre, era essenziale non pregiudicare il miglioramento nei conti con l'estero.

Il bilancio dell'aprile 1967 si è basato sulla previsione che nell'anno civile 1967 la produzione aumenterà del 3%, ossia crescerà all'incirca nella stessa misura del saggio d'incremento della capacità produttiva che ne è alla base. Poichè questa prospettiva è compatibile con gli obiettivi correnti della politica economica, il bilancio ha apportato alla tassazione soltanto variazioni di secondaria importanza.

Regno Unito: Bilancio pubblico.

Voci	Anno finanziario			
	1965-66	1966-67		1967-68
	Rendiconto	Stime ¹	Rendiconto ²	Stime ¹
milioni di sterline				
Entrate ordinarie				
Imposte dirette e indirette	8.324	9.626	9.371	10.679
Altre entrate	821	893	908	1.025
Totale entrate	9.145	10.519	10.279	11.704
Spese ordinarie				
Servizi di approvvigionamento	7.140	8.023	8.108	9.507
Servizio permanente del debito consolidato	1.316	1.449	1.433	1.560
Totale spese	8.456	9.472	9.541	11.067
Avanzo	689	1.047	738	637
Prestiti del debito consolidato (al netto)	- 1.265	- 1.334	- 1.478	- 1.580
Disavanzo generale (-)	- 576	- 287	- 740	- 943

¹ Dopo aver apportato le variazioni. ² Dati provvisori.

Nella forma in cui è stato presentato, il bilancio prevedeva un incremento delle entrate ordinarie per £1.425 milioni contro un'espansione delle spese ordinarie di £1.526 milioni. Si riteneva che i prestiti del Fondo del debito consolidato, soprattutto alle industrie nazionalizzate, sarebbero saliti di £102 milioni, per cui il disavanzo generale sarebbe passato da £740 a 943 milioni. Questo stimolo fiscale, congiuntamente alla notevole entità del disavanzo, non era privo di rischio e rendeva necessario il contenimento di eventuali nuove spinte inflazionistiche provenienti dal settore privato.

L'indebitamento su così vasta scala avrebbe potuto facilmente creare una eccessiva liquidità monetaria. Per eliminare questo pericolo, il bilancio ha modificato le condizioni di emissione di alcuni titoli del debito pubblico non negoziabile, allo scopo di stimolare il risparmio e, sebbene il limite massimo per la concessione di credito sia stato abolito per le banche affiliate alla stanza di compensazione e per quelle scozzesi, esse continueranno ad essere controllate attraverso l'impiego

più flessibile dei depositi speciali. Per le altre banche e gli istituti per il finanziamento delle vendite rateali le restrizioni dirette rimangono per il momento in vigore.

Anche i prezzi ed i redditi rimarranno soggetti a restrizione, pur essendo prevista qualche attenuazione dei criteri in base ai quali si valuteranno gli aumenti proposti. Il governo conserverà i poteri per differire gli incrementi, pur prevedendosi che la minore pressione esercitata dalla domanda renderà meno necessari interventi ufficiali.

Una caratteristica degli ultimi due anni è costituita dalla resistenza che l'economia britannica ha opposto alle restrizioni e dalla severità delle misure che sono state necessarie per creare le condizioni indispensabili al riassetto della posizione verso l'estero. Oltre all'aumento eccessivo dei salari, un fattore fondamentale che ha contribuito all'insorgere di tale situazione è rappresentato dalla spinta espansionistica esercitata dalla spesa del settore pubblico che, per quanto desiderabile in sé, non è stata adattata alle esigenze della manovra della domanda a breve. Una notevole aliquota dell'adeguamento ha dovuto pertanto essere sopportata dagli investimenti privati. Poiché a più lungo termine l'attenuazione delle restrizioni imposte dalla bilancia dei pagamenti dipende direttamente da tali investimenti, è importante che, allorché le spese delle imprese riprenderanno ad espandersi, il ricorso all'economia da parte del settore pubblico venga limitato per lasciare posto ad esse.

Francia.

Siccome, in Francia, la politica economica era stata orientata all'espansione, la ripresa dell'attività, che ebbe inizio nella primavera del 1965, è proseguita con ritmo rapido fino alla fine dell'estate del 1966. Da allora, il progresso dell'economia è rallentato, in seguito soprattutto ad una flessione nella domanda dei consumatori e alla contrazione delle esportazioni, soprattutto verso la Germania ed il Regno Unito. Nella primavera del corrente anno, l'attività economica presentava un andamento incerto, non molto dissimile da quello registrato in altri paesi dell'Europa continentale. Per il 1966 nel suo complesso, l'espansione del prodotto nazionale lordo è stata peraltro del 4,8% contro il 4,2% dell'anno precedente e la produzione industriale ha superato di oltre il 6% quella del 1965.

Le principali forze che hanno contribuito a tale risultato sono il progresso rapido e senza interruzione delle spese per gli investimenti pubblici ed una soddisfacente ripresa degli investimenti produttivi privati; questi ultimi sono stati stimolati da un credito d'imposta del 10%, introdotto nel febbraio 1966 e valido fino alla fine dell'anno. In contrasto con il 1965, la domanda privata per abitazioni si è indebolita, provocando una flessione nell'attività del settore dell'edilizia.

Poiché sono rimasti in vigore importanti elementi del programma di stabilizzazione varato nel 1963 (cioè la rigorosa impostazione del bilancio e il divieto di aumentare i prezzi), l'espansione economica non è stata accompagnata da importanti spinte inflazionistiche. Difatti, l'incremento del 2,8% dei prezzi al minuto e la quasi stabilità di quelli ingrosso sono stati uguali, o inferiori, ai livelli registrati nel 1965; i miglioramenti salariali hanno d'altra parte manifestato la tendenza a

rallentare di alquanto. A prescindere dai controlli sui prezzi e dalla politica dei redditi applicata nel settore pubblico, anche altri fattori hanno contribuito a questa situazione, quali ad esempio la più vivace concorrenza estera, che è stata anche incoraggiata dall'abolizione di alcune restrizioni sulle importazioni, e la progressiva attenuazione della tensione sul mercato del lavoro.

Per quanto riguarda la bilancia dei pagamenti, mentre per il 1966 nel suo insieme è stato realizzato un saldo attivo, nel corso dell'anno si è verificata un'inversione di tendenza. Il precedente cospicuo saldo attivo si è mantenuto nella prima metà dell'anno, ma dall'autunno esso è stato sostituito da un saldo passivo. Il deterioramento ha avuto luogo soprattutto nella bilancia dei pagamenti di base, tanto nel conto capitali a lungo termine quanto nelle partite correnti. Le importazioni hanno continuato a crescere di pari passo con l'espansione dell'economia interna, ma le esportazioni sono diminuite quando il "boom" nei paesi vicini è andato esaurendosi. Gli introiti netti dalle partite invisibili sono stati inferiori e il precedente afflusso di capitali a lungo termine si è notevolmente ridotto in seguito alla stretta monetaria e agli elevati saggi d'interesse in essere all'estero.

Nel settore monetario, mentre la quasi moneta ed il risparmio liquido hanno proseguito nel loro rapido movimento ascendente, l'espansione nei mezzi di pagamento è stata moderata e, in contrasto con gli anni precedenti, non ha superato l'incremento del prodotto nazionale lordo, in termini correnti. Data l'evoluzione della bilancia dei pagamenti, nel corso dell'anno il flusso di liquidità interna creato dal fattore esterno è regolarmente diminuito, tanto che dall'autunno si è invece verificato un assorbimento di liquidità. Per il 1966 nel suo complesso, il flusso di risparmio verso il Tesoro è stato più che sufficiente a coprire il disavanzo di bilancio di circa fr.fr. 2 miliardi; esso ha inoltre consentito di assorbire una parte di liquidità. I crediti bancari all'economia, che nel 1966 sono aumentati del 15%, sono pertanto diventati l'unica fonte di liquidità. In seguito a questo sviluppo e tenuta presente la fase di rallentamento dell'attività economica, nel febbraio 1967 la Banca di Francia ha abolito tutte le restrizioni creditizie.

Data la posizione di sufficiente equilibrio conseguita dall'economia, le autorità hanno colto l'opportunità per compiere ulteriori progressi nelle riforme finanziarie. A partire dal 31 gennaio 1967 è stata ripristinata la libertà nelle relazioni finanziarie tra la Francia e gli altri paesi. Questa decisione ha comportato l'abolizione di tutti i regolamenti sul controllo valutario e l'introduzione della piena convertibilità del franco, nonché la più completa libertà di trasferire in Francia, o fuori del paese, qualunque tipo di mezzi di pagamento, titoli e oro. Inoltre, in sostituzione del "coefficiente di liquidità", precedentemente in vigore, è stato introdotto un sistema flessibile di riserve obbligatorie per le banche ed è stato ampliato il campo d'azione degli istituti di credito e delle casse di risparmio. Sebbene alcune operazioni rimangano soggette a controllo (soprattutto quelle concernenti gli investimenti esteri diretti ed i titoli esteri emessi in Francia), queste misure di liberazione rappresentano un mutamento fondamentale che dovrebbe avere un effetto permanente sull'economia francese.

Mentre la nuova libertà nelle relazioni finanziarie permetterà un più ampio margine all'iniziativa del settore privato, essendo questo effettivamente lo scopo

che si vuole raggiungere, essa implica però una minore ampiezza di manovra per la politica che le autorità potranno attuare. Le autorità monetarie sono già state costrette a tener conto dell'accresciuta influenza esercitata dai saggi d'interesse all'estero. Le operazioni di mercato aperto hanno dovuto essere ampliate e, per la prima volta, le autorità sono intervenute sul mercato dal lato dell'offerta, allo scopo di mantenere i saggi d'interesse interni a livelli tali da impedire imponenti deflussi di fondi. E, in futuro, la necessità di continuare una sana politica di bilancio, nonchè di evitare sensibili accelerazioni di prezzi e salari sarà ancora maggiore.

Paesi Bassi.

Nei Paesi Bassi, l'esplosione dei salari avvenuta verso la fine del 1963 aveva spinto l'economia in un "boom", la cui intensità indusse la banca centrale ad adottare una rigorosa politica monetaria per poter mantenere la situazione sotto controllo. Sebbene, nel 1965, l'espansione reale e la domanda monetaria globale fossero assai minori che nell'anno precedente, ciò era dovuto più a limitazioni materiali che ad una salda presa della politica economica sulle forze di mercato. Perciò, all'inizio del 1966, l'economia olandese stava entrando in un altro anno di più che pieno impiego e di forti spinte inflazionistiche.

Date queste circostanze, la politica monetaria restrittiva è rimasta in vigore. E' stato inoltre disposto che la concessione di credito a lungo termine avrebbe dovuto procedere di pari passo con l'afflusso di fondi a lunga scadenza. L'azione del governo, poi, che precedentemente aveva avuto effetti espansionistici, è stata alquanto modificata. Furono messi in programma aumenti delle imposte ed altre misure tributarie, per ottenere che nel 1966 il disavanzo di bilancio risultasse notevolmente inferiore a quello registrato nel 1965. Considerato questo stato di cose, per il 1966 erano previsti un'espansione abbastanza equilibrata e un saldo attivo nella bilancia dei pagamenti.

La situazione sviluppatasi all'inizio dell'anno ha tuttavia lasciato presagire un'intensificazione delle spinte inflazionistiche. Nei primi quattro mesi il credito bancario stava crescendo con un ritmo annuale che superava di circa due volte quello stabilito nelle misure restrittive. In primavera si è inoltre notato che la spesa del governo, soprattutto per trasferimenti e stipendi, aumentava più rapidamente del previsto e che il disavanzo di bilancio avrebbe superato quello del 1965. Contemporaneamente, l'incremento dei prezzi andava accelerandosi e il deficit commerciale cresceva sensibilmente.

Si è reso pertanto indispensabile introdurre nuove misure di correzione. Il 2 maggio, la banca centrale ha alzato il saggio ufficiale di sconto e ridotto il saggio di espansione annuale del credito a breve che le banche avrebbero potuto concedere. Il governo ha varato un nuovo programma in base al quale, nel 1966, i miglioramenti salariali non avrebbero dovuto superare il 7% ed i prezzi avrebbero dovuto essere mantenuti, in linea generale, al livello di fine maggio. Sono stati inoltre differiti i programmi di investimenti governativi e vietate nuove assunzioni di dipendenti statali. Infine, il finanziamento attraverso la Banca delle

Municipalità olandesi, deciso nel 1965 per proteggere il mercato dei capitali, è stato limitato a casi veramente urgenti.

Queste misure hanno conseguito risultati abbastanza soddisfacenti, sebbene il disavanzo di bilancio sia rimasto assai cospicuo. Fra aprile e dicembre le banche hanno riassorbito il credito a breve accordato in eccesso al limite fissato. Anche la disposizione relativa ai prestiti a lungo termine è stata rispettata. Queste misure hanno tuttavia prodotto un effetto collaterale: cioè, le banche hanno abbandonato gli investimenti in titoli, riducendo così l'offerta di fondi sul mercato delle obbligazioni. Sul mercato dei capitali, le tensioni già esistenti si sono intensificate e, dato che la domanda era tuttora sostenuta, i saggi d'interesse sono saliti al 7% per i nuovi prestiti governativi ed a quasi l'8% per i prestiti ipotecari. La situazione molto tesa sul mercato ha indotto il settore pubblico a fare in maggior misura ricorso all'indebitamento a breve per coprire il proprio fabbisogno finanziario. Dopo la metà dell'anno, i saggi del mercato dei capitali hanno tuttavia acquistato stabilità e verso la fine si sono persino lievemente ridotti.

Queste tensioni finanziarie, congiuntamente alla decelerazione della domanda estera e ad un ridimensionamento degli investimenti nel settore pubblico, hanno avuto come effetto di rallentare l'attività economica. Dopo agosto la produzione industriale è cresciuta più lentamente, il collocamento di nuove ordinazioni nelle industrie metalmeccaniche è rimasto praticamente stazionario e, soprattutto, sono diminuite le pressioni sul mercato del lavoro. Il numero dei posti di lavoro disponibili, calcolato su base rettificata, è sceso da 85.000 verso la fine della primavera del 1966 a 47.000 nel marzo 1967; nello stesso periodo, la disoccupazione è passata da poco più dell'1 al 2,5%.

Per il 1966 nel suo complesso, il prodotto nazionale lordo reale è cresciuto del 4,3% contro il 5,4% nel 1965, mentre per l'incremento della spesa nazionale reale le aliquote sono rovesciate, dato che la bilancia dei pagamenti stava passando da una posizione creditoria ad una debitoria. I principali fattori che hanno contribuito a questo maggiore incremento sono i cospicui aumenti registrati negli investimenti produttivi privati, negli investimenti pubblici nonché nei consumi governativi. I saggi d'incremento per i consumi privati, l'edilizia di tipo residenziale e le esportazioni si sono invece ridotti. E' stato, tuttavia, un anno di più intensa inflazione dei prezzi; i prezzi al consumo sono cresciuti del 6% (in parte a causa delle imposte sui consumi) contro il 5% nel 1965 ed i prezzi dei beni d'investimento sono aumentati del 5,5% contro il 4% nell'anno precedente.

Tuttavia, come è già stato osservato, l'inflazione ha esercitato tutta la sua forza soltanto nella prima metà dell'anno, essendosi esaurita nel secondo semestre. Nei primi mesi del 1967, i prezzi avevano raggiunto una sufficiente stabilità e l'attività economica nel complesso stava facendo scarsi progressi. Le importazioni erano rallentate già da più di sei mesi e la bilancia dei pagamenti si avvicinava ad una posizione di equilibrio. Il limite dei miglioramenti salariali era stato fissato al 4% nel primo semestre dell'anno e all'1,5% nel secondo.

All'inizio del 1967, le prospettive per l'anno erano giudicate abbastanza buone. Ma l'evoluzione più recente ha messo in evidenza un ulteriore rallentamento dell'attività economica. Soprattutto la disoccupazione ha continuato ad

aumentare e in alcune regioni, strutturalmente deboli, essa è salita a livelli elevati. Questo fatto ha indotto il governo, già in gennaio e in febbraio, a fornire speciale assistenza attraverso la concessione di incentivi per gli investimenti e lo svincolo di fondi per creare posti di lavoro nelle aree in questione. Anche la politica monetaria è stata adeguata; in marzo, il saggio ufficiale di sconto è stato ribassato ed è stato annunciato che le banche, le quali avessero superato il limite stabilito per la concessione del credito, non avrebbero dovuto effettuare depositi presso la Nederlandsche Bank a titolo di penalizzazione.

Belgio.

L'inversione di tendenza, che si è verificata lo scorso anno nella maggior parte dei paesi industriali, è stata assai accentuata nel Belgio. La ripresa dell'attività economica si è notevolmente intensificata nei primi mesi del 1966 e, sebbene la capacità produttiva non sia stata sottoposta a forte pressione, l'espansione è stata accompagnata da spinte inflazionistiche più marcate. Perciò, in aprile e in maggio, le autorità hanno di nuovo adottato misure di stabilizzazione; dapprima sono state prese disposizioni per rallentare l'espansione della spesa pubblica ed imporre un blocco di tre mesi dei prezzi di beni e servizi. In giugno, inoltre, è stato aumentato il saggio ufficiale di sconto per limitare la concessione dei crediti bancari.

Sebbene queste misure moderate possano avere avuto qualche effetto, esse hanno probabilmente contribuito solo in misura modesta a determinare la tendenza verso un saggio d'espansione decrescente, che è emersa durante l'estate e ha prevalso ancora nella primavera del corrente anno. Altri fattori, quali il rallentamento delle esportazioni e l'indebolimento della domanda privata interna, hanno costituito le principali forze all'opera.

Come nei paesi vicini, la flessione nelle esportazioni è stata provocata soprattutto dalle minori spedizioni verso la Germania; ciò spiega tanto il disavanzo delle partite correnti quanto il grosso del saldo passivo della bilancia dei pagamenti, che è ammontato a fr.belgi 5,9 miliardi in contrasto con un saldo attivo di fr.belgi 8,5 miliardi nel 1965.

Queste diverse influenze atte a smorzare il ritmo dell'attività economica hanno avuto come risultato che, lo scorso anno, la produzione industriale ha perduto di vigore dopo la sua ripresa iniziale e, nel dicembre 1966, era tornata allo stesso livello di dodici mesi prima. Vi erano discreti margini di capacità produttiva non utilizzata ed il numero dei disoccupati stava crescendo. Il prodotto nazionale lordo è aumentato di circa il 3,5%, in termini di volume, ossia di poco più che nel 1965 ed il progresso è da attribuire alla ripresa registrata nel primo trimestre.

Sebbene la pressione esercitata dai prezzi sia stata intensa all'inizio dell'anno, dopo il primo trimestre il rallentamento della domanda ha servito a ridurre la virulenza e in dicembre l'indice dei prezzi al consumo si trovava all'incirca allo stesso livello che in giugno. L'incremento globale per l'anno è ammontato al 3,2% in confronto del 4,1% nel 1965. Dal gennaio 1967 il blocco dei prezzi è stato abo-

lito, eccettuato l'obbligo di notificare in anticipo gli aumenti che s'intendono apportare. Mentre la pressione dei prezzi è andata indebolendosi nel 1966, i salari hanno continuato la loro rapida ascesa, nonostante la migliorata situazione sul mercato del lavoro; durante l'anno i guadagni orari lordi sono cresciuti del 10% contro il 7,6% nel 1965.

In considerazione delle ininterrotte spinte inflazionistiche, questa volta provocate dai costi, le autorità hanno attenuato soltanto moderatamente la disciplina nel campo monetario. Mentre il saggio ufficiale di sconto è stato ribassato in febbraio, in marzo e poi ancora in maggio 1967, in parte per adeguarlo all'evoluzione in atto all'estero, le limitazioni all'espansione del credito, introdotte nell'aprile 1966, sono state prorogate per i primi sei mesi del corrente anno. Tuttavia, nell'aprile 1967 sono state adottate numerose misure in base ad una nuova legge che conferisce al governo speciali poteri per stimolare l'economia ed assicurare l'equilibrio del bilancio pubblico. Esse sono dirette a promuovere gli investimenti attraverso un Fondo per l'espansione economica e la riorganizzazione regionale dotato di fr.belgi 5 miliardi ed a concedere agevolazioni tributarie per i nuovi investimenti. Sono stati decisi anche inasprimenti fiscali che, nel 1967, dovrebbero dare un gettito di fr.belgi 1,5 miliardi.

Svizzera.

Durante lo scorso anno le autorità svizzere sono riuscite a conciliare il pieno impiego con l'equilibrio nella bilancia dei pagamenti, ma il problema rappresentato da un saggio d'incremento dei prezzi piuttosto sostenuto ha continuato a sussistere. Mentre l'espansione del prodotto nazionale lordo, in termini reali, è scesa dal 4,2 al 2,3%, la corrispondente contrazione espressa in prezzi correnti è stata soltanto dal 7,8 al 7,2%. Alla fine del 1966, l'indice dei prezzi al consumo aveva superato del 4,6% il livello dell'anno precedente.

Le misure antinflazionistiche adottate nel 1964 sono state assai efficaci nel rallentare l'aumento della domanda privata all'interno del paese. Gli investimenti globali che, a prezzi costanti, erano cresciuti dell'8,9% nel 1964, sono diminuiti del 3,5% nel 1965 e di un ulteriore 0,9% nel 1966. La situazione della domanda in eccesso, cronica nel settore dell'edilizia, è stata risanata ed i consumi privati hanno continuato ad espandersi con un saggio inferiore a quello della spesa nazionale lorda.

Gli effetti di stabilizzazione prodotti dalle misure antinflazionistiche sono stati, tuttavia, in ampia misura neutralizzati dall'ininterrotto incremento delle spese pubbliche ordinarie e delle esportazioni. Nel 1966, i consumi pubblici hanno progredito con un ritmo dell'11,5%, in termini di prezzi correnti, e le spedizioni verso l'estero sono aumentate del 9,8%.

Un'altra ragione per cui la politica economica non è stata in grado di realizzare risultati migliori nel settore dei prezzi è che l'inflazione è stata indotta in maggior misura dai costi. La politica restrittiva del governo in materia di mano d'opera straniera ha fatto aumentare la pressione sul mercato del lavoro. L'adeguamento all'insù del livello dei saggi d'interesse svizzeri, reso inevitabile dal

rialzo dei saggi all'estero, ha contribuito al movimento ascendente delle pigioni, dato l'imponente indebitamento ipotecario dell'economia svizzera. Un terzo fattore autonomo che ha impresso un andamento ascendente ai prezzi è il principio di accordare all'agricoltura una certa parità dei redditi con i guadagni conseguiti nell'industria. Fino a quando i miglioramenti salariali assorbiranno interamente gli aumenti nella produttività dell'industria, rendendo impossibile una riduzione compensatoria nei prezzi industriali, una simile politica creerà inevitabilmente una certa spirale fra salari e prezzi, che non si presta facilmente al trattamento convenzionale al quale si fa ricorso per ridurre la domanda globale.

A prescindere dal settore dei prezzi, nello scorso anno i risultati dell'economia svizzera sono stati molto notevoli. La più lenta espansione del prodotto nazionale lordo è in parte dovuta alla misura adottata dal governo, in base alla quale, dal marzo 1966 al gennaio 1967, le forze di lavoro straniere avrebbero dovuto contrarsi di un altro 5%. Difatti, al livello del 3,3%, il saggio di espansione del prodotto nazionale lordo per persona occupata ha quasi eguagliato quello realizzato durante i precedenti anni di "boom". Nel quarto trimestre del 1966, la produzione industriale aveva superato del 4,4% il livello dell'anno precedente, nonostante una riduzione dell'1,3% nelle forze di lavoro occupate nell'industria. Persino dopo la loro recente decelerazione, gli investimenti contribuiscono ancora con oltre un quarto al prodotto nazionale lordo e questa aliquota costituisce una delle più elevate registrate nei paesi industriali. Inoltre, nel 1966 l'economia svizzera ha accumulato un cospicuo avanzo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti, dopo cinque anni di disavanzi.

Svezia.

Nell'economia svedese, il ritmo ascendente della domanda globale, rapido dal 1963, è andato rallentando nel corso del 1966. Questo mutamento è stato causato, in primo luogo, dalle misure restrittive mantenute in vigore dall'anno precedente e, secondariamente, dall'attenuazione delle tensioni esistenti in altri paesi, soprattutto in Germania. Poiché il rallentamento è stato moderato, in quanto ha semplicemente eliminato la tendenza al surriscaldamento, nella prima metà dell'anno non si è verificata alcuna diminuzione nella pressione esercitata sulla liquidità delle banche commerciali e, in giugno, il saggio ufficiale di sconto è stato aumentato al 6% e il saggio di penalizzazione al 12%.

Nello scorso anno, la flessione nella domanda è stata netta tanto nel settore personale che in quello delle imprese. I consumi privati sono cresciuti soltanto di circa un terzo rispetto al saggio registrato nel 1965, a causa, in parte, del procrastinamento di negoziati salariali e differimento nei pagamenti. La situazione tesa per il credito, in aggiunta a controlli più rigorosi introdotti in primavera nel settore dell'edilizia, ha provocato una contrazione nell'attività di costruzione. Ed in seguito ad una notevole riduzione nell'accumulazione di scorte, durante l'anno il totale degli investimenti privati ha presentato scarse variazioni in confronto dell'incremento dell'11% nel 1965. Tale situazione è la conseguenza, in parte, della minore redditività e capacità di autofinanziamento, ma anche la scarsità del credito ha esercitato un'importante influenza restrittiva.

Rispetto alla flessione del saggio di espansione nel settore privato, la spesa pubblica ha presentato una minore variazione nel 1966. La domanda diretta del governo di beni e servizi è rallentata, in parte in seguito al trasferimento di alcune attività alle autorità locali e per il settore pubblico nel suo complesso l'espansione è stata alquanto più lenta che nel 1965, a causa delle misure adottate per limitare l'incremento degli investimenti delle autorità locali. Questa azione ed un cospicuo aumento delle entrate hanno migliorato la posizione finanziaria delle autorità locali nel 1966. D'altra parte, il bilancio pubblico è passato da un avanzo, conseguito nel 1965, ad un disavanzo superiore a cor.sv. 1 miliardo, che è da attribuire soprattutto all'incremento dei prestiti concessi ed alla minore rapidità con cui sono cresciute le entrate.

In seguito all'attenuazione della pressione sul mercato del lavoro, i costi per salari sono cresciuti alquanto meno. Questo fatto ha, tuttavia, avuto scarsi effetti immediati sull'andamento dei prezzi; i prezzi al consumo, escluse le conseguenze dell'imposizione indiretta e delle sovvenzioni, sono aumentati di circa il 5%, ossia poco più che nel 1965 e il prodotto nazionale lordo ha subito una espansione dell'8,8% in termini di prezzi correnti, ma un aumento reale soltanto di circa il 3%.

Poichè dopo la metà dell'anno il rallentamento dell'attività economica è diventato visibile, la politica della banca centrale è stata un po' meno restrittiva. L'adeguamento della politica creditizia alle tendenze del mercato è proseguito all'inizio del 1967 e il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto in febbraio al 5,5% e in marzo al 5%. Mentre con questa politica monetaria meno restrittiva si sono intesi stimolare gli investimenti produttivi, è stato introdotto un diritto per scoraggiare alcuni tipi di costruzioni non essenziali e in marzo l'imposta sugli scambi è stata portata dal 10 all'11% per comprimere i consumi privati.

Questa congerie di misure pone in evidenza che non si persegue con troppa decisione lo scopo di ottenere una forte contrazione e, difatti, si ritiene che più avanti nell'anno la domanda andrà intensificandosi. Tuttavia, per quest'anno non è previsto un nuovo surriscaldamento dell'economia; importanti obiettivi della politica economica continueranno ad essere la riduzione del disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, che era ancora considerevole nel 1966, e il rallentamento del movimento ascendente dei prezzi.

Canada.

Diversi anni di rapido progresso hanno gradualmente riassorbito il ristagno dell'economia canadese. Alla fine del 1965, la produzione lorda era superiore di un terzo a quella del 1961 e la disoccupazione era scesa al 3,5%, il livello più basso dal 1956. Ma a quel tempo avevano fatto la loro comparsa inconfondibili segni di pressioni inflazionistiche; la spesa del settore pubblico continuava ad aumentare rapidamente e gli investimenti fissi delle aziende stavano espandendosi con proporzioni di "boom". Per limitare la domanda globale in eccesso, con le relative pressioni indotte da costi e prezzi, e mantenere la posizione finanziaria del paese verso l'estero, si è proceduto gradualmente ad inasprire la politica monetaria.

Un netto spostamento verso il contenimento è stato effettuato nel bilancio pubblico del marzo 1966; si sono apportati tagli alla spesa del governo per costruzioni, alcune concessioni di accantonamenti per ammortamento sono state sensibilmente ridotte ed è stata introdotta un'imposta rimborsabile del 5% sui profitti delle società al netto dell'imposizione. Per stimolare il differimento degli investimenti, l'imposta sulle vendite di macchinario destinato alla produzione avrebbe dovuto essere attenuata nell'aprile 1967 e abolita l'anno successivo. Allo scopo di diminuire la spesa per i consumi, a partire dal giugno 1966 è stata aumentata l'imposta personale sul reddito, escluse le classi di reddito più basse; così è stata eliminata la riduzione tributaria concessa nel 1965. Più avanti nell'anno, il freno esercitato dal bilancio è stato rafforzato da alcune misure addizionali (fra cui la revoca del programma per stimolare l'edilizia durante la stagione invernale) e nel bilancio supplementare, presentato in dicembre, sono stati inaspriti l'imposta federale sulle vendite ed i contributi sociali per l'assicurazione contro la vecchiaia.

Nella seconda metà dell'anno, in seguito alle varie misure monetarie e fiscali introdotte, il "boom" degli investimenti ha incominciato a rallentare e sebbene l'aumento delle spese in conto capitali, nella misura del 16% su base annuale, fosse ancora cospicuo, esso era notevolmente inferiore all'incremento del 23% indicato dall'esame dei progetti di investimenti effettuato a metà dell'anno. D'altra parte, le spese per beni e servizi compiute dal governo federale sono cresciute del 19% contro l'11% nel 1965 e, nonostante le misure adottate in marzo, la sua posizione netta, calcolata sulla base dei conti nazionali, è peggiorata di \$can. 444 milioni. Come di consueto, le spese delle autorità provinciali e municipali sono aumentate più rapidamente delle loro entrate.

Come negli Stati Uniti, la fortissima stretta creditizia ha avuto conseguenze assai poco uniformi sui diversi settori dell'economia canadese; l'effetto è stato particolarmente sensibile sui prenditori di prestiti ipotecari. La mancanza di fondi ipotecari aveva già provocato un rallentamento nel settore dell'edilizia verso la fine del 1965 e questa tendenza si è intensificata nello scorso anno. Il maggior costo del credito e l'inasprimento dei tributi hanno anche influito negativamente sulle vendite di autoveicoli e altri beni di consumo durevoli; la caduta nelle quotazioni di borsa ha depresso ulteriormente la situazione.

Siccome nell'estate ed all'inizio dell'autunno le pressioni indotte dalla domanda sono andate attenuandosi, la Banca del Canada è passata ad una politica monetaria di maggiore larghezza. L'attività economica aveva di nuovo assunto un ritmo più vivace nell'ultimo trimestre dell'anno, ma le probabilità di un nuovo surriscaldamento sembravano assai scarse. Difatti, la rassegna dei progetti di investimento per il 1967 ha messo in evidenza che il totale delle spese progettate per impianti ed attrezzature sarà pressochè eguale a quello del 1966. La Banca del Canada si è decisa per una politica del denaro più facile, mutamento che è stato agevolato da un'azione analoga negli Stati Uniti. Verso la fine del 1966 e al principio del 1967, il governo ha pure annunciato un certo numero di misure intese a stimolare l'attività edilizia e, in aprile, si è proceduto all'abolizione di alcuni degli inasprimenti tributari precedentemente imposti sugli investimenti delle imprese. L'espansione prevista nelle spese governative dovrebbe pure dare un considerevole impulso all'attività economica nel corso dell'anno.

Sebbene le pressioni esercitate dalla domanda abbiano perso di vigore dopo la metà del 1966, prezzi e salari sono cresciuti notevolmente e lo scorso anno gli aumenti dei prezzi hanno contribuito per due quinti all'espansione dell'11% nel prodotto nazionale lordo. La situazione tesa sul mercato del lavoro ha coinciso con i negoziati per il rinnovo di numerosi contratti di lavoro ed il miglioramento del 6,9% concesso sui salari e sugli stipendi del settore non agricolo ha superato in ampia misura l'incremento della produttività. Nel 1967, un obiettivo importante della politica economica sarà quello di arrestare l'incremento dei prezzi e dei salari, pur mantenendo un saggio d'espansione soddisfacente per poter assorbire le forze di lavoro rapidamente crescenti.

Nonostante il forte progresso economico compiuto nello scorso anno, la bilancia commerciale è migliorata. In conto capitali, gli afflussi di fondi a titolo di investimenti diretti sono cresciuti sensibilmente e sono aumentate anche le emissioni sul mercato degli Stati Uniti, mentre si sono verificati cospicui acquisti netti di azioni americane e un notevole deflusso di fondi attraverso il sistema bancario.

Italia.

Avendo superato una grave fase di ristagno nel 1964, nello scorso anno l'economia italiana ha costituito un'eccezione alle generali tendenze recessive predominanti nell'Europa occidentale; un'espansione del 5,5% nel prodotto nazionale lordo reale è stata accompagnata da un avanzo costante nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti e da un elevato grado di stabilità dei prezzi.

La ripresa economica, che aveva avuto un inizio incerto nella primavera del 1965, è stata indotta dapprima da un incremento della spesa pubblica e da una forte espansione nelle esportazioni, mentre il miglioramento delle condizioni sul mercato monetario e gli incentivi fiscali per gli investimenti non hanno avuto molto successo nello stimolare la domanda per investimenti privati. Tuttavia, nel corso del 1966, la base della ripresa si è allargata. Le esportazioni hanno continuato ad essere un elemento dinamico, ma con la graduale ricostituzione dei margini di profitto e una maggiore utilizzazione della capacità produttiva anche gli investimenti privati hanno presentato sintomi di progresso. Questo fatto è rispecchiato nell'incremento del 6,1% degli investimenti globali, dopo flessioni dell'8,2% e del 7,5% registrate nel 1964 e nel 1965. Gli investimenti nell'industria hanno subito un'espansione di quasi il 10% e quelli nel settore pubblico del 5,4%. La spesa per i consumi privati, dopo essere stata in ritardo nel 1965, è cresciuta con un saggio lievemente superiore a quello relativo al prodotto nazionale lordo totale, mentre l'incremento delle spese pubbliche ordinarie (a prezzi correnti) è rallentato dal 12,8 al 6,9%. Il saggio d'espansione delle importazioni è balzato dal 2,7 al 16%.

In relazione con il continuo alto livello delle esportazioni, la ripresa maggiore si è verificata nel settore industriale (esclusa l'edilizia), che ha contribuito con circa due terzi all'incremento del prodotto nazionale lordo. Dal quarto trimestre del 1965 al periodo corrispondente del 1966, la produzione industriale è

cresciuta di circa l'11%, superando del 18% il massimo raggiunto prima della recessione. Ciò non di meno, alcuni rami del settore, quali l'industria tessile e l'industria dei materiali per costruzione, non hanno ancora raggiunto le loro punte precedenti. Il settore dell'edilizia continua a costituire il principale punto debole in un quadro altrimenti abbastanza brillante, ma anche qui si notano sintomi di miglioramento. Per esempio, le abitazioni completate durante il 1966 sono state inferiori del 25% rispetto al 1965, ma le nuove licenze di costruzione sono aumentate di quasi il 10%.

La ripresa dell'attività economica si è rispecchiata soprattutto nel ritorno all'orario di lavoro normale. Il livello globale dell'occupazione si è lievemente ridotto, in seguito soprattutto alla debolezza del settore dell'edilizia e ad un nuovo esodo di lavoratori dal settore agricolo. I dati finora disponibili per il 1967 mettono tuttavia in evidenza che la situazione nel settore dell'occupazione sta migliorando.

La minore tensione che ha continuato a caratterizzare il mercato del lavoro ha contribuito a moderare il movimento ascendente dei salari. Alla fine di dicembre, i saggi salariali contrattuali minimi superavano soltanto del 4,7% il livello dell'anno precedente. La riduzione nel saggio d'incremento dei salari ha costituito di per sé uno dei principali fattori che hanno provocato il rallentamento del movimento ascendente della scala mobile da 10 punti nel 1964 a 6 punti nel 1965 ed a soltanto 3 punti nel 1966. Alla fine del 1966, l'indice del costo della vita era salito soltanto dell'1,8% rispetto al livello dell'anno precedente, mentre l'indice dei prezzi ingrosso è rimasto praticamente invariato durante l'anno.

Nel 1966, la politica monetaria è stata diretta a mantenere un'abbondante liquidità, allo scopo di stimolare la ripresa degli investimenti. Tale politica è riuscita anche ad isolare il mercato italiano del credito dall'aumento dei saggi d'interesse all'estero, provocando un notevole incremento delle esportazioni nette di capitali, che hanno assorbito circa due terzi dell'avanzo realizzato nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Contemporaneamente, le emissioni nette di titoli a reddito fisso sul mercato dei capitali hanno subito un aumento imponente da circa lire 2.000 a 2.800 miliardi.

Il bilancio pubblico è stato improntato ad una politica di espansione in minor misura che nel 1965. Il disavanzo generale, in termini di reddito nazionale, si è ridotto da lire 819 a 689 miliardi. In pari tempo, il fabbisogno finanziario netto del Tesoro è però cresciuto di lire 324 miliardi, ad un totale di lire 1.867 miliardi, a causa dei maggiori prestiti del governo per scopi d'investimento. Le favorevoli condizioni del mercato dei capitali hanno consentito al Tesoro di coprire un'aliquota più ampia delle sue necessità attraverso l'indebitamento a lungo termine.

In novembre, come conseguenza di disastrose inondazioni, il fabbisogno di fondi per l'assistenza ai sinistrati, per i lavori di ricostruzione e per la sistemazione dei fiumi ha reso necessario notevoli aggravii tributari. L'imposta sul reddito è stata aumentata del 10% per un anno e i tributi sulla benzina, sulle bevande alcoliche e sui tabacchi sono stati ritoccati per due anni.

Nonostante questi oneri, le prospettive per l'economia italiana rimangono favorevoli. Per effetto dell'andamento ciclico all'estero, l'espansione delle esporta-

zioni è rallentata ma, dato l'assorbimento dell'eccedenza di capacità produttiva, è probabile che gli investimenti interni imprimeranno uno stimolo crescente alla domanda globale.

Giappone.

Sotto l'impulso di una politica monetaria orientata a larghezza e di misure fiscali rivolte a stimolare l'espansione, all'inizio del 1966 l'economia giapponese ha incominciato a riprendersi dalla recessione dell'anno precedente ed il movimento ascendente ha acquistato un ritmo vivace con il progredire dell'anno. Le condizioni internazionali favorevoli alle esportazioni giapponesi, soprattutto verso gli Stati Uniti ed i paesi vicini dell'Estremo Oriente, hanno costituito un fattore decisivo per la ripresa, imprimendole un ritmo rapido. Dopo un periodo di ristagno, la spesa per i consumi ha di nuovo manifestato la tendenza a salire, le scorte sono andate ricostituendosi ed anche gli investimenti privati in attrezzature sono ben presto aumentati, registrando un incremento dell'8% per l'anno nel suo insieme.

In conseguenza, il prodotto nazionale lordo che nel 1965 era cresciuto del 10%, nel 1966 ha subito un'ulteriore espansione del 15%. Nel 1965, i prezzi più elevati avevano tuttavia contribuito per il 6% all'aumento contro il 5% nel 1966.

Iniziata nell'anno precedente, la politica monetaria intonata a larghezza è stata proseguita nel 1966 e all'inizio del 1967. La domanda di credito ha peraltro richiesto qualche tempo per riprendere il suo movimento ascendente e, nella prima metà dell'anno, i prestiti bancari sono cresciuti con ritmo meno rapido che nel periodo corrispondente del 1965. Tale andamento è mutato nel secondo semestre dell'anno, quando l'attività nel settore privato è diventata più vivace e, da allora, anche i prestiti bancari sono aumentati con un ritmo più veloce. Per quanto riguarda la politica fiscale, la nuova prassi da parte del governo di emettere obbligazioni ha avuto nel 1966 un'applicazione più estesa e la crescente spesa pubblica ha provveduto uno stimolo notevole.

A causa della situazione di abbondanza monetaria che nel 1966 ha prevalso in Giappone, i saggi d'interesse interni, che in precedenza risultavano elevati rispetto a quelli esteri, si sono ridotti in rapporto a questi ultimi. Tale evoluzione ha indotto i commercianti giapponesi ad abbandonare il ricorso ai crediti esteri ed a rivolgersi alle banche nazionali. Più avanti nell'anno ed all'inizio del 1967, il rapporto fra i saggi d'interesse esteri e quelli giapponesi è diventato più normale, in quanto i primi sono diminuiti rispetto alle punte raggiunte nell'autunno e gli altri hanno manifestato una lieve tendenza a salire.

Nonostante la più vivace attività economica, nel 1966 la bilancia commerciale ha realizzato un avanzo di \$2,3 miliardi contro un'eccedenza di \$1,9 miliardi nell'anno precedente, essendo le esportazioni cresciute del 15,7% e le importazioni del 14,4%. Tale avanzo è stato più che sufficiente per coprire il cospicuo disavanzo accumulato in conto servizi e conto trasferimenti, per complessivamente \$1 miliardo, ed il disavanzo in conto capitali di oltre \$900 milioni, sicché il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è ammontato a \$320 milioni.

Verso la fine del 1966 e all'inizio del 1967 l'attività economica ha subito un'accelerazione e la situazione sul mercato del lavoro è diventata assai tesa. Così, nell'ambito della politica economica, al problema costituito dalla necessità di combattere le tendenze recessive si è sostituito quello di mantenere sotto controllo la nuova espansione, allo scopo di evitare la formazione di una spirale fra costi e prezzi ed un deterioramento nella posizione verso l'estero del paese. Poichè la ripresa dell'attività economica è stata più energica del previsto, all'inizio del corrente anno il governo ha ridimensionato il progettato incremento della spesa pubblica, riducendo in pari tempo le emissioni di obbligazioni governative in programma. La banca centrale ha continuato a seguire una politica non restrittiva.

Europa orientale.

Nei piani per lo scorso anno, i paesi dell'Europa orientale prevedevano un miglioramento della produzione agricola, ma un'espansione più lenta dell'industria. Nella fattispecie, gli obiettivi fissati per questi due settori chiave sono stati superati quasi ovunque, sicchè il saggio d'incremento del prodotto materiale netto è stato generalmente più rapido di quanto ci si attendeva e ha sostenuto molto favorevolmente il confronto con la media dei cinque anni precedenti. In termini quantitativi, il 1966 è stato dunque un anno nettamente favorevole.

Recentemente sono state dedicate maggiori cure per migliorare l'efficienza della produzione ed adeguarla più strettamente, tanto in termini di qualità che di varietà di prodotti, alla fisionomia della domanda. E' ancora troppo presto per poter giudicare i risultati ottenuti, ma la nuova prassi ha richiesto mutamenti nella politica agricola. Negli anni recenti, i prezzi d'acquisto di determinati prodotti agricoli sono stati aumentati selettivamente e quindi è cresciuta anche la partecipazione del settore al reddito distribuito. Ne è conseguito un miglioramento relativo nel livello dei consumi rurali ed un incremento degli investimenti nell'agricoltura, che sono anche stati stimolati da concessioni di capitali e crediti statali. L'industria si è inoltre mostrata meglio orientata per quanto riguarda i prodotti essenziali necessari alle aziende agricole, soprattutto nel settore dei fertilizzanti chimici ed in quello delle macchine agricole. Questa linea di condotta, congiuntamente alle favorevoli condizioni atmosferiche, ha contribuito ai migliori risultati ottenuti nel 1966. Nei paesi in cui l'agricoltura rappresenta proporzionalmente l'attività più importante, la produzione globale è cresciuta in misura assai sensibile: di circa il 15 % in Albania e Bulgaria e di oltre l'11 % in Romania. Dopo un regresso nel 1965, la produzione agricola ha subito un incremento del 10 % in Cecoslovacchia ed un risultato analogo è stato realizzato nell'URSS, dove l'espansione ha toccato la media annuale di oltre l'8 % nel periodo successivo alla cattiva annata 1962-63. In Polonia, paese in cui l'agricoltura rimane in ampia misura in mani private, la produzione è cresciuta del 5,5 % dopo un'espansione del 7,5 % nel 1965. Soltanto in Ungheria, dove le perdite sopportate l'anno precedente hanno potuto essere appena compensate, i risultati sono stati deludenti.

Nella regione considerata nel suo complesso si riteneva che la tendenza a più lungo periodo verso un'espansione industriale meno rapida sarebbe continuata lo scorso anno con un progresso di meno del 7 % rispetto ad uno dell'8,6 %

conseguito nel 1965. Ma gli obiettivi dei piani sono stati superati e la produzione è aumentata di poco meno dell'8,5%. Su questi dati ha sensibilmente influito il successo conseguito dall'URSS, dove i risultati superiori agli obiettivi stabiliti dal piano, soprattutto nel settore dei beni strumentali, hanno avuto per effetto un incremento dell'8,6% nella produzione globale, cioè assai al disopra del progettato 6,7% e soltanto lievemente inferiore a quello dell'anno precedente.

**Economie dell'Europa orientale:
Reddito nazionale, produzione industriale ed agricola.**

Paesi	Prodotto materiale netto			Produzione Industriale globale			Produzione agricola globale		
	1961-65	1966	1966-70 Piano	1961-65	1966	1966-70 Piano	1961-65	1966	1966-70 Piano
aumenti annuali, in per cento									
Albania	5,7	.	7,4-8,2	6,8	12,0	8,7	5,2	15,0	6,2-7,0
Bulgaria	6,5	11,0	8,5	11,7	12,2	11,2	3,2	15,0	5,4
Cecoslovacchia . .	1,8	7,0	4,1-4,4	5,3	7,4	5,1-5,4	-0,4	10,0	2,8
Germania orientale	3,5	4,5	.	5,8 ¹	6,5 ¹	.	.	.	.
Polonia	6,0	6,0	6,0	8,5	7,4	7,6	2,8	5,5	2,4
Romania	9,1	7,9	7,0	13,8	11,7	10,6-11,6	2,5	11,2	4,7-5,7
Ungheria	4,7	6,0	3,5-3,9	7,9	6,6	5,7-6,3	1,3	5,0-6,0	2,5-2,8
URSS	6,8	7,5	6,6-7,1	8,6	8,6	8,0-8,5	2,3	10,0	4,5
Jugoslavia	7,8 ²	9,0 ²	7,5-8,5 ²	10,8	4,3	9,0-10,0	1,6	16,0	4,6

¹ Dopo il 1964 "Produzione di beni" (cioè, esclusi quelli in lavorazione). ² Prodotto materiale lordo.

In altri paesi dell'Europa orientale, il divario fra piani di produzione e risultati è stato meno considerevole. Una più rapida espansione nell'industria mineraria, in quella meccanica e nelle industrie di trasformazione dipendenti dal fabbisogno dell'agricoltura ha provocato progressi eccezionali in Albania, Bulgaria e Romania, dove la produzione industriale è cresciuta del 12%. L'espansione è pure continuata in Cecoslovacchia, paese nel quale la ripresa iniziata nel 1963 si sta ora consolidando e in Polonia, sebbene in questo caso il saggio d'incremento si sia ridotto. Ma, ciò nonostante, in entrambi questi paesi la produzione è cresciuta di quasi il 7,5%. Quantunque più lento che in altri paesi, il saggio d'espansione industriale del 6,5% conseguito in Ungheria e nella Germania orientale è stato, in entrambi, più elevato che nel 1965. Il miglioramento è stato particolarmente accentuato in Ungheria, dove, nell'anno precedente, l'attività era stata frenata, in seguito ad un programma adottato per correggere l'andamento sfavorevole della bilancia dei pagamenti.

Il conseguimento di uno sviluppo più rapido costituisce un obiettivo importante delle riforme in atto, le quali hanno fatto scarsi progressi lo scorso anno. Nell'URSS ed in Bulgaria, nuove tecniche di controllo decentrato sono state estese a più ampi settori dell'industria, ma in altri paesi l'esecuzione è stata lenta. Causa del ritardo è la necessità di introdurre un sistema aggiornato di prezzi ingrosso, che tengano conto di tutti i costi. Nel corrente anno questi prezzi saranno introdotti in Cecoslovacchia, Germania orientale, URSS e Bulgaria e sono una premessa indispensabile per un più diffuso utilizzo dei profitti come criterio dell'efficienza dell'impresa, cui verranno collegati incentivi materiali. In diversi

paesi, tale sistema è considerato il primo passo verso una situazione, in cui la fisionomia della domanda eserciterà un'influenza diretta sulle decisioni concernenti la produzione attraverso il suo effetto sui profitti e nella quale la pianificazione centrale sarà in grado di operare in maggior misura attraverso la politica fiscale, creditizia e dei saggi d'interesse che attraverso norme obbligatorie.

In un più lungo periodo questi cambiamenti potranno anche sfociare in una gestione più flessibile del commercio con l'estero. Attualmente, attraverso i monopoli per gli acquisti in altri paesi, le importazioni vengono contenute entro i limiti degli introiti derivanti dalle esportazioni e delle disponibilità di crediti esteri. Si fa ricorso alle riserve soltanto quando occorre superare delle strozzature. Negli anni 1961-65, questa prassi ha consentito alla regione nel suo complesso di registrare un avanzo nella bilancia commerciale, sebbene l'avanzo cumulativo, durante lo stesso periodo, sia stato inferiore a \$ 1 miliardo, per un volume di scambi la cui media è stata di oltre \$ 34 miliardi all'anno.

Nell'Europa orientale, il processo di decentramento è analogo a quello che è in corso da assai più tempo in Jugoslavia. La fase più recente di questo processo ha avuto inizio nel 1965, quando sono state effettuate estese riforme strutturali, allo scopo di assegnare alle forze di mercato la funzione fondamentale nella ripartizione delle risorse. Siccome tali riforme sono state introdotte quando l'economia jugoslava stava attraversando un periodo di eccesso della domanda, le riforme stesse sono state accompagnate da una politica creditizia restrittiva. Svolgendosi contemporaneamente alla riorganizzazione della produzione, questa politica ha dimezzato il saggio di espansione della produzione industriale nel 1965 e di nuovo nello scorso anno, durante il quale essa è cresciuta soltanto del 4,3%. Nel medesimo tempo, una produzione agricola senza precedenti (la cui espansione è stata del 16% nel 1966) ha fatto aumentare sensibilmente il prodotto nazionale lordo, che è cresciuto del 9% contro soltanto il 3% nell'anno precedente. Nonostante questo progresso, una vivace ripresa degli investimenti nella seconda metà dell'anno, congiuntamente ad un nuovo incremento dei consumi, ha provocato ancora una volta una pressione della domanda, per cui verso la fine del 1966 sono state imposte ulteriori restrizioni.

Per effetto della riforma, che prevedeva una svalutazione del 40% del dinaro, e delle restrizioni adottate all'interno del paese, la bilancia dei pagamenti è migliorata nel 1965, avendo le partite correnti raggiunto una posizione di equilibrio. Nello scorso anno, le esportazioni hanno subito una nuova espansione del 12%, ma, ciò nonostante, la bilancia commerciale si è deteriorata in seguito ad un incremento del 22% nelle importazioni. Il peggioramento delle partite correnti, che hanno accumulato un disavanzo di \$ 30 milioni, è stato tuttavia meno accentuato, grazie all'aumento degli introiti derivanti dal turismo e da altri servizi.

Lo sviluppo delle riserve globali.

Negli anni recenti, le discussioni sulla riforma del sistema monetario internazionale hanno riguardato tre problemi fondamentali: 1) i mezzi per assicurare un'espansione adeguata delle riserve globali; 2) il miglioramento del processo

di aggiustamento; 3) le conseguenze della scarsità di nuovo oro monetario sulla composizione delle riserve. Siccome ciascun paese ha attribuito una diversa importanza a questi problemi, non è stato possibile pervenire a una concezione coerente del futuro sistema.

Per considerare in questa sede soltanto la questione dell'incremento delle riserve, il problema dibattuto può essere formulato come segue. Poichè i cambi fissi costituiscono un obiettivo ad alto grado di priorità, le autorità monetarie devono poter disporre di riserve ufficiali per avere la possibilità di difendere i propri cambi, in caso di variazioni nelle condizioni di mercato. Queste riserve devono, inoltre, con l'andar del tempo, aumentare in un determinato rapporto con l'espansione delle transazioni internazionali. Al prezzo per esso stabilito, l'oro nuovo da solo non può soddisfare questa esigenza. E l'incremento delle riserve non può essere ottenuto nemmeno aumentando i saldi in dollari nella stessa misura di prima, perchè la loro espansione, sproporzionata relativamente all'oro, rappresenterebbe di per sè una minaccia alla stabilità del sistema. Occorre pertanto cercare un mezzo valido ed accettabile per assicurare l'aumento delle riserve. Questa necessità riguarda il complesso delle riserve poichè, se il loro incremento fosse ragionevolmente adeguato, tutti i paesi che seguono un'appropriata politica economica e monetaria dovrebbero essere in grado di parteciparvi.

Siccome la scarsità di nuovo oro monetario e la sovrabbondanza di dollari sono ormai evidenti da qualche anno, è opportuno esaminare in che modo, date queste circostanze, le riserve globali siano andate sviluppandosi. Anzitutto, occorre indicare che cosa s'intende per riserve globali.

Le riserve sono composte di attività internazionali detenute dalle autorità monetarie e prontamente disponibili per sostenere la parità della moneta nazionale sul mercato dei cambi. Le riserve tradizionali consistono di oro ed attività in valute estere, soprattutto dollari e sterline. Ma siccome i paesi hanno collocato cospicui fondi presso il F.M.I. ed i corrispondenti crediti incondizionati verso il Fondo svolgono la funzione di riserve, "le posizioni di riserva nel F.M.I." (come vengono in misura crescente chiamate) devono pure essere incluse nelle riserve globali. Perciò, le riserve globali sono la somma dell'oro, delle valute estere e delle posizioni di riserva nel F.M.I. detenuti ufficialmente da tutti i paesi. In questo contesto le riserve sono calcolate su base lorda, cioè senza detrazione delle passività; ciò è essenziale per le riserve degli Stati Uniti e del Regno Unito, in considerazione della loro posizione di paesi a moneta di riserva, mentre per gli altri paesi le passività sono troppo modeste per avere importanza.

La tabella alla pagina seguente riporta le variazioni cumulative verificatesi nelle riserve negli anni 1955-60 e 1961-66.

I due periodi sono divisi fra il 1960 e il 1961, perchè il problema del nuovo oro monetario e della sovrabbondanza di dollari ha incominciato a farsi notare all'incirca a quel tempo. Il balzo all'insù del prezzo dell'oro sul mercato di Londra, avvenuto nell'ottobre 1960, fu un segnale della mutata situazione. Da allora il sistema ha funzionato assai diversamente che in precedenza; attraverso la cooperazione fra i principali paesi, la gestione dei finanziamenti ufficiali ha svolto

Variazioni nelle riserve globali nel periodo 1955-66
(miliardi di dollari S.U. e percentuali medie degli aumenti annuali).

Aree e periodi	Oro		Posizioni di riserva nel F.M.I.	Valute estere		Totale	
	Importo	%		Importo	Importo	%	Importo
Tutti i paesi							
1955-60	+ 3,1	1,4	+ 1,7	+ 2,1	2,0	+ 6,9	2,1
1961-66	+ 2,9	1,2	+ 2,8	+ 5,2	4,2	+ 10,8	2,8
Gruppo dei dieci							
1955-60	+ 3,1	1,7	+ 1,4	+ 2,8	6,3	+ 7,3	2,9
1961-66	+ 1,3	0,6	+ 2,0	+ 2,2	3,6	+ 5,5	1,9
Altri paesi sviluppati							
1955-60	+ 0,4	4,6	+ 0,2	+ 0,0	—	+ 0,6	2,1
1961-66	+ 1,6	11,2	+ 0,5	+ 1,3	6,2	+ 3,4	8,9
Paesi in via di sviluppo							
1955-60	- 0,4	—	+ 0,2	- 0,7	—	- 1,0	—
1961-66	- 0,1	—	+ 0,3	+ 1,7	4,0	+ 1,9	3,2
Gruppo dei dieci, esclusi S.U. e R.U.							
1955-60	+ 6,8	13,2	+ 0,8	+ 2,6	6,3	+ 10,2	10,5
1961-66	+ 6,7	7,2	+ 3,7	+ 0,1	0,2	+ 10,5	6,6
Stati Uniti							
1955-60	- 4,0	—	+ 0,4	—	—	- 3,6	—
1961-66	- 4,6	—	- 1,2	+ 1,3	—	- 4,5	—
Regno Unito							
1955-60	+ 0,3	1,7	+ 0,3	+ 0,2	8,2	+ 0,7	3,5
1961-66	- 0,9	—	- 0,5	+ 0,7	18,0	- 0,6	—

Fonte: International Financial Statistics. Il gruppo dei "Paesi in via di sviluppo" è lo stesso di quello citato nelle statistiche del F.M.I. sulle riserve. Il gruppo degli "Altri paesi sviluppati" è lo stesso, con l'aggiunta di Austria, Danimarca e Norvegia. I totali possono non concordare a causa dell'arrotondamento.

un'azione importante e nuovi strumenti sono stati utilizzati per far fronte di volta in volta alle pressioni di maggiori proporzioni che si sono spesso verificate. Questo contrasto fra i due periodi è nettamente riflesso nello sviluppo delle riserve globali.

Anzitutto si può rilevare che dal 1961 l'incremento delle riserve globali ha superato di oltre il 50% quello registrato nel precedente periodo e che il saggio d'espansione annuale è stato in media del 2,8% contro il 2,1%. Questo maggiore incremento è interamente dovuto a paesi non inclusi nel Gruppo dei dieci.

La situazione dei paesi in via di sviluppo è assai migliorata, dato che le loro riserve sono cresciute di \$1,9 miliardi in contrasto con una perdita di \$1 miliardo nel periodo precedente; si è avuta cioè una variazione di quasi \$3 miliardi. Negli anni cinquanta questi paesi hanno dovuto sopportare le conseguenze sfavorevoli della guerra di Corea, ma hanno evidentemente anche tratto vantaggio dalla vivace espansione dell'economia americana a partire dal 1961. L'incremento delle loro riserve negli ultimi sei anni non può peraltro essere considerato eccessivo.

Anche la posizione dei paesi sviluppati non compresi nel Gruppo dei dieci ha notevolmente progredito, con un aumento che nel secondo periodo ha superato di quasi \$3 miliardi quello conseguito nel primo. Il saggio d'espansione, di quasi il 9%, è stato assai elevato e persino per l'intero periodo di dodici anni il saggio medio è stato del 5,4%.

Nel secondo periodo, i paesi del Gruppo dei dieci hanno visto affluire alle loro riserve \$1,8 miliardi in meno che nel primo ed il saggio d'incremento è stato nettamente inferiore. Più importante è stato tuttavia il contrasto fra i due centri di riserva e gli altri paesi del Gruppo. Questi ultimi hanno accumulato oltre \$10 miliardi in entrambi i periodi ed il saggio di incremento delle loro riserve ha toccato la media dell'8,5% per l'intero periodo di dodici anni. Gli Stati Uniti ed il Regno Unito, presi insieme, hanno sostenuto perdite nelle riserve in entrambi i periodi; nel primo, la perdita di \$3 miliardi è stata più che dovuta agli Stati Uniti, mentre nel secondo periodo il Regno Unito ha contribuito con \$600 milioni alla perdita congiunta di \$5 miliardi.

Per quanto riguarda quindi la partecipazione all'incremento delle riserve globali, i paesi non compresi nel Gruppo dei dieci hanno conseguito risultati assai migliori a partire dal 1961, mentre in entrambi i periodi i paesi del Gruppo, le cui monete non esplicano funzioni di riserva, hanno realizzato incrementi più che adeguati. I centri di riserva non hanno beneficiato dell'espansione delle riserve globali; difatti, alla fine dei dodici anni le riserve del Regno Unito si trovavano quasi al livello iniziale, mentre quelle degli Stati Uniti si erano ridotte di \$8,1 miliardi.

Quanto sopra rispecchia, naturalmente, il più ampio squilibrio che dal 1961 si è andato creando nei pagamenti internazionali. Ma è la composizione delle attività che costituiscono l'aumento delle riserve a mostrare il cambiamento che è avvenuto nel funzionamento del sistema. In linea generale si può dire che l'oro nuovo ha contribuito in misura minore alla creazione di riserve, mentre le posizioni di riserva nel F. M. I. e le attività in valute estere sono diventate fonti assai più importanti.

La flessione nell'afflusso di oro alle riserve dei paesi si è verificata nonostante il notevole incremento dell'offerta di nuovo metallo. La produzione aurifera e le vendite russe di oro sono passate da \$7,5 miliardi nel 1955-60 a \$10,2 miliardi nel 1961-66, ma l'espansione più rapida nella domanda privata ha ridotto la quantità di oro disponibile per scopi monetari. Difatti, nel periodo recente vi sono stati trasferimenti netti di oro per \$195 milioni dalle istituzioni internazionali (F. M. I. e BRI) alle riserve dei paesi, mentre negli anni precedenti queste istituzioni avevano registrato un incremento di \$505 milioni nei loro averi in oro. Così, le riserve auree dei paesi e delle istituzioni internazionali sono cresciute di \$2,7 miliardi durante gli anni 1961-66 contro \$3,6 miliardi nel periodo precedente.

Per il Gruppo dei dieci, esclusi Stati Uniti e Regno Unito, l'aliquota di oro nell'aumento globale delle loro riserve è stata press'a poco eguale nei due periodi, cioè di circa due terzi; ma siccome, nel secondo periodo, la disponibilità di nuovo oro monetario è stata minore, mentre l'espansione delle riserve auree dei paesi non compresi nel Gruppo dei dieci è passata all'incirca da zero a \$1,5 miliardi, ciò significa che i due centri di riserva hanno dovuto cedere un volume di oro più cospicuo.

Per quanto riguarda il maggiore aumento dal 1961 delle posizioni di riserva nel F. M. I. (la differenza è di \$1,1 miliardi), il fatto rispecchia i prelievi effettuati dalle "tranches" di credito disponibili presso il Fondo e soprattutto il pre-

lievo compiuto dal Regno Unito. Il totale delle riserve globali non varia in seguito al versamento al Fondo delle quote sottoscritte in oro, perchè questo provoca soltanto uno spostamento nella forma delle attività. Analogamente, i prelievi dalle posizioni di riserva nel Fondo non fanno che spostare le attività fra i diversi paesi. Tuttavia, i prelievi dalle "tranches" di credito aumentano effettivamente le riserve globali, perchè creano posizioni di riserva nel Fondo in favore dei paesi, le cui valute vengono prelevate. Come si vedrà, sono i paesi del Gruppo dei dieci, esclusi i centri di riserva, che, negli anni 1961-66, hanno fornito il grosso del fabbisogno finanziario del Fondo.

Passando ora ad esaminare le attività in valute estere, si rileva che, nel secondo periodo, l'accresciuta espansione di questi averi è dovuta interamente a paesi non compresi nel Gruppo dei dieci; i paesi del Gruppo hanno infatti accumulato un volume di queste attività alquanto minore che nel periodo precedente. Ma, anche in tal caso, si è verificato un importante mutamento all'interno del Gruppo dei dieci. Nel secondo periodo, i due centri di riserva, le cui riserve erano tradizionalmente composte soltanto di oro, hanno acquisito attività in valute estere per \$2 miliardi; gli altri paesi del Gruppo, i cui averi in valute estere erano cresciuti di \$2,6 miliardi nel primo periodo, non hanno praticamente realizzato alcun incremento dal 1961. Questo risultato rispecchia non soltanto una riluttanza ad accumulare dollari, ma anche il fatto che, oltre a mantenere un elevato livello di acquisizione di oro, i paesi del Gruppo, esclusi i centri di riserva, hanno collocato ulteriori \$3 miliardi di risorse presso il F. M. I. Gli accresciuti averi in valute estere dei due centri di riserva si spiegano, d'altro canto, con le transazioni speciali che negli ultimi sei anni sono diventate parte importante nel funzionamento del sistema.

Durante gli anni 1955-60 l'espansione delle riserve si è prodotta attraverso l'accumulazione di nuovo oro e di attività ordinarie in valute estere, per lo più in dollari, quali buoni del Tesoro, depositi presso banche, ecc. L'importo dovuto ad operazioni creditizie del F. M. I. è stato modesto e le transazioni speciali che hanno influito sulle riserve sono state assai poche. Una di tali operazioni è stata la liquidazione dell'Unione europea dei pagamenti, che ha ridotto le riserve di valute estere dei paesi interessati di quasi \$550 milioni, dato che le posizioni correnti sono state consolidate in debiti a più lungo termine. Un'altra operazione di questo genere fu l'acquisto, da parte degli Stati Uniti, di oro per un importo equivalente a \$800 milioni dal F. M. I. contro cessione di speciali titoli del Tesoro, il quale ha aumentato così le loro riserve di altrettanto. Poichè queste transazioni si sono in ampia misura compensate per quanto riguarda il loro effetto sulle riserve globali, si può affermare che in questo primo periodo l'espansione delle riserve si è verificata quasi automaticamente.

Negli anni 1961-66, invece, sono state eseguite transazioni speciali, che hanno avuto per oggetto la creazione di liquidità in casi specifici e hanno svolto un'importante funzione nell'espansione delle riserve globali. Tali operazioni hanno interessato quasi esclusivamente i paesi del Gruppo dei dieci e possono trovare parziale spiegazione: 1) negli sforzi compiuti dagli Stati Uniti per contenere il drenaggio delle riserve auree derivante principalmente dal saldo passivo della loro bilancia dei pagamenti, ma talvolta anche dagli spostamenti di riserve di dollari fra paesi

terzi; 2) nel fabbisogno del Regno Unito di risorse per proteggere il cambio, in presenza di un saldo passivo della bilancia dei pagamenti e di fuga dalla sterlina per sfiducia. In parte esse possono anche considerarsi un mezzo per fornire attività accettabili a paesi europei creditori che non desideravano aumentare eccessivamente i loro averi ordinari in dollari od esercitare una maggiore pressione sulle riserve auree americane.

Le transazioni speciali che hanno contribuito all'incremento delle riserve comprendono l'emissione di titoli del Tesoro S.U., stilati in valuta estera (le cosiddette "obbligazioni Roosa"), l'utilizzo di facilitazioni accordate da banche centrali, soprattutto mediante operazioni di riporto, ed il trasferimento alle riserve del Regno Unito di attività del portafoglio in dollari del Tesoro britannico. Generalmente, l'effetto statistico di queste transazioni sulle riserve è eguale all'importo delle attività che vengono aggiunte alle riserve. E ciò vale anche per le operazioni di riporto delle banche centrali, quando il paese creditore presta risorse prelevate dalle proprie riserve. Per esempio, un'operazione di riporto mediante la quale la Banca d'Inghilterra cede sterline contro dollari detenuti dalla Bundesbank, aumenta le riserve del Regno Unito, mentre quelle della Germania rimangono invariate, poichè i dollari ceduti sono stati sostituiti con sterline. Ma, quando nessuna delle parti preleva risorse dalle proprie riserve, come avviene, per esempio, in un'operazione di riporto attraverso la quale la Banca d'Inghilterra cede sterline contro dollari alla Riserva federale, le riserve di entrambi i paesi aumentano, sicchè le riserve globali crescono di un importo che è due volte l'ammontare del riporto.

La tabella che segue riporta i dati a fine 1966 concernenti le riserve create da transazioni speciali. Congiuntamente, queste operazioni hanno contribuito per oltre un terzo all'incremento registrato nelle riserve globali dal 1961 al 1966 e per tre quarti all'espansione delle riserve valutarie. All'interno del Gruppo dei dieci, le transazioni speciali hanno partecipato con il 69% all'espansione totale delle riserve ed a quella delle riserve valutarie con un importo superiore all'intero incremento, cioè \$3,8 miliardi contro \$2,2 miliardi. Ove si omettano le transazioni speciali, durante questo periodo i paesi del Gruppo dei dieci, esclusi i centri di riserva, hanno registrato un declino di \$0,7 miliardi nelle loro riserve valutarie.

Origine degli aumenti delle riserve globali.

	1955-60	1961-66
	milioni di dollari S.U.	
Oro	3.115	2.860
Attività ordinarie in valute estere	2.075	1.385
Posizioni di riserva nel F.M.I. create in seguito a:		
Sottoscrizioni in oro	1.515	1.410
Prelievi dalle quote di credito dei paesi membri	210	1.350
Obbligazioni del governo S.U. non negoziabili	—	430
Facilitazioni concesse da banche centrali	—	2.470
Titoli del portafoglio in dollari del Tesoro britannico	—	685
Totale	6.915	10.790

Mentre le transazioni speciali or ora descritte hanno fatto aumentare le riserve, i paesi del Gruppo dei dieci hanno anche effettuato operazioni speciali il cui effetto è stato l'opposto: cioè quello di limitare l'incremento delle riserve. In primo luogo vi è stato il pagamento anticipato di debiti ufficiali, soprattutto agli Stati Uniti. Durante gli anni 1961-66, questi versamenti sono ammontati a circa \$2,1 miliardi, esclusi i pagamenti che sarebbero giunti comunque a scadenza durante questo periodo. Inoltre, le autorità monetarie hanno acquisito attività estere che non vengono considerate riserve. Mentre ciò è dipeso anche dalla definizione che viene data alle riserve da ciascun paese, la maggior parte di tali attività che, alla fine del 1966, ammontavano in tutto a circa \$1,3 miliardi, hanno un grado di liquidità minore di quelle comprese nelle riserve; spesso rappresentano investimenti a più lungo termine di saldi non necessari come riserve.

Senza queste transazioni speciali, considerate complessivamente, negli anni 1961-66 l'aumento statistico delle riserve globali sarebbe stato superiore di \$3,4 miliardi all'importo effettivamente registrato.

Il calcolo degli effetti delle transazioni speciali sulle riserve è, ovviamente, soltanto statistico; se queste transazioni non fossero state intraprese, la situazione dei pagamenti internazionali ed il movimento delle riserve globali sarebbero stati probabilmente assai diversi.

* * *

L'espansione delle riserve globali è stata esaminata in modo alquanto dettagliato, perchè gran parte del suo significato risiede nella specie delle attività accumulate e nella loro ripartizione fra i paesi. Purtroppo, le conclusioni che si possono trarre dalle cifre, nonchè le deduzioni concernenti il futuro, sono soggette ad un ampio margine d'incertezza.

Data l'importanza delle transazioni speciali, le riserve globali costituiscono una massa meno omogenea e significativa di quanto solevano essere; siccome le attività che scaturiscono da accordi creditizi ufficiali non sono, in certa misura, prontamente negoziabili, esse non possiedono lo stesso grado di "liquidità" delle riserve tradizionali. Questo fatto può non essere importante fino a quando il loro volume è relativamente piccolo, ma potrebbero sorgere problemi se vi si facesse affidamento per l'incremento duraturo delle riserve globali.

E' inoltre evidente che l'evoluzione degli ultimi sei anni non può essere accolta come prova del "bisogno" di riserve globali, soprattutto se si tiene presente il volume di transazioni speciali che sono state effettuate per limitarne l'accumulazione. Sull'espansione effettiva delle riserve hanno influito sensibilmente i saldi passivi delle bilance dei pagamenti dei due centri di riserva e poichè questi saldi passivi avrebbero potuto essere assai inferiori, anche l'aumento delle riserve globali avrebbe potuto assumere dimensioni minori e risultare ancora conforme al "bisogno" di esse.

Ciò non di meno, durante questo periodo l'oro nuovo e le attività ordinarie in valute estere hanno contribuito in misura molto modesta all'espansione delle riserve globali; il saggio d'incremento che può essere attribuito a queste due fonti

è dell'1,1 %, per cui l'effettivo aumento del 2,8 % è dipeso dalle facilitazioni offerte dal F. M. I. e dalle transazioni speciali effettuate al fine di creare riserve. E' difficile concepire che il sistema possa funzionare per una certa durata senza attrito se le riserve dovessero crescere soltanto con la minore delle aliquote citate e non sembra quindi irragionevole affermare che le transazioni creditizie ufficiali hanno in una certa misura rispecchiato il fabbisogno di riserve globali.

L'esistenza di un volume sufficiente di riserve globali costituisce ovviamente soltanto uno degli aspetti del "bisogno" di riserve; l'evoluzione storica della situazione dimostra che il sistema richiede anche un aumento abbastanza regolare di detto volume. Ciò può verificarsi, non tanto perchè i paesi adottano misure al fine di incrementare le loro riserve, ma semplicemente per evitare saldi passivi nelle loro bilance dei pagamenti e la conseguente perdita di riserve. Perciò, in complesso, le riserve globali manifestano la tendenza a crescere. Il dilemma del sistema sta nel fatto che, data la limitata quantità di nuovo oro monetario disponibile, l'aumento delle riserve è dipeso dal persistente saldo passivo nei conti con l'estero degli Stati Uniti. Sebbene la redistribuzione delle riserve occorsa negli anni cinquanta abbia avuto il suo lato favorevole, perchè ha rafforzato il sistema internazionale dei pagamenti, non si è trovato alcun modo per correggere lo squilibrio creatosi negli anni sessanta, quando un'ulteriore redistribuzione non era più desiderabile.

E' pure significativo che i problemi del sistema e le misure richieste per la loro soluzione abbiano trovato il loro centro nel Gruppo dei dieci. Gli altri paesi, considerati complessivamente, hanno registrato un'espansione soddisfacente nelle riserve, senza ricorrere a transazioni speciali. Tuttavia, se le riserve globali dovessero cessare di crescere, è probabile che ne deriverebbero ripercussioni sfavorevoli per molti di questi paesi.

Siccome l'offerta di oro nuovo per scopi monetari sta diminuendo e la propensione a tenere valute estere ordinarie dipende dalla disponibilità di metallo, è chiaro che in futuro l'incremento delle riserve globali dovuto a queste fonti sarà molto probabilmente minore che nel passato. Ed è pure evidente che l'emorragia di oro degli Stati Uniti non può continuare a lungo con il ritmo precedente. Rimane peraltro da vedere in quale misura essa sarà ridotta da un minore squilibrio nei pagamenti e in quale misura dal ricorso a transazioni speciali.

Il futuro non è molto chiaro nemmeno per quanto riguarda l'effetto che le operazioni creditizie ufficiali producono sulle riserve. I crediti ufficiali sono tutti accompagnati dall'obbligo della restituzione e quando si fa luogo ad un rimborso netto, le riserve globali si riducono. Questo fatto si è verificato su vasta scala nel primo trimestre del 1967, in occasione del rimborso, da parte del Regno Unito, dell'assistenza ricevuta dalle banche centrali. La flessione nelle riserve globali, che ne è conseguita, è di per sè ovviamente di modesta importanza e la situazione si è certo consolidata in seguito alla liquidazione di questi debiti. Gli alti e bassi dei crediti ufficiali sono illustrati dal funzionamento della rete di accordi di riporto stipulati dalla Riserva federale; il totale dei prelievi eseguiti dai diversi paesi è ammontato a \$7,7 miliardi, ma alla fine di marzo 1967 erano stati tutti liquidati. Tuttavia, con l'andar del tempo, il sistema ha funzionato nel senso di

rendere l'incremento delle riserve una forza duratura e il totale delle riserve prese a prestito ha manifestato la tendenza a crescere, nonostante gli alti e bassi e gli spostamenti da una forma all'altra di credito e da paese a paese. Vi è qualche probabilità che lo stesso si ripeta nel resto del 1967.

Infine, può indurre in errore il contrastare l'attuale stato delle cose con una possibile situazione futura in cui gli aumenti delle riserve provenienti dalle fonti tradizionali potrebbero essere insufficienti. Sono ormai sei anni che queste fonti vengono integrate e la prospettiva è che questo processo continuerà.

PARTE II

RASSEGNA MONETARIA ED ECONOMICA.

I. SVILUPPI E POLITICHE DEL CREDITO.

Lo spettacolare inasprimento delle condizioni monetarie, tanto sui mercati internazionali quanto sui principali mercati interni, ha spinto verso la fine dell'estate del 1966 i saggi d'interesse a livelli da considerarsi, anche in una prospettiva storica, elevati. Questi movimenti, pur se in qualche modo collegati, sono stati originati essenzialmente dalla coincidenza di sviluppi in gran parte autonomi negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Germania. Tali paesi hanno conosciuto pressioni inflazionistiche interne accompagnate da saldi passivi nei conti con l'estero ed hanno fatto grande affidamento sulla politica monetaria per tenere la situazione sotto controllo. In alcuni paesi vicini, compresi Canada, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera, gli sviluppi hanno seguito un andamento che può dirsi analogo.

I saggi interni del mercato monetario, e con loro i saggi delle eurodivise, sono aumentati in stretto parallelismo dalla fine del 1965 fino all'estate del 1966. Gli aggiustamenti del saggio ufficiale di sconto attuati negli Stati Uniti e nel Canada alla fine dell'anno sono stati seguiti in primavera da una serie di aumenti sul Continente; in luglio, poi, il Regno Unito ha portato il saggio ufficiale al 7%. Inoltre negli Stati Uniti, i rendimenti a lungo termine, che avevano cominciato a salire decisamente nel secondo semestre del 1965, hanno raggiunto nell'agosto 1966 i più alti livelli da decenni. D'altra parte in molti paesi dell'Europa occidentale l'aumento dei saggi a lungo termine, che era iniziato con anticipo, si è spinto ancora più oltre.

Il miglioramento delle condizioni dei mercati creditizi a partire dallo scorso autunno è stato quasi tanto spettacolare quanto la precedente fase di tensione. I livelli dei saggi d'interesse a breve e lungo termine sono diminuiti in misura notevole nei paesi dove prima avevano registrato i più forti incrementi. Il mercato delle eurodivise è stato caratterizzato dal riflusso su larga scala dei fondi che gli Stati Uniti avevano mutuato durante l'anno precedente. Nell'Europa occidentale i livelli dei saggi d'interesse a lungo termine si sono mossi generalmente con maggiore uniformità, tuttavia gli scarti rispetto agli Stati Uniti rimangono ampi.

* * *

Credito bancario e formazione di attività liquide.

Nel 1965 e per buona parte del 1966 il saggio di espansione del credito è stato, nell'America del Nord e in molti paesi dell'Europa occidentale, nettamente superiore a quello di sviluppo del prodotto nazionale lordo. La tabella che segue

Sistema bancario: Situazione monetaria.

Paesi	Anni	Variazioni annuali nelle principali					P.N.L. a prezzi di mercato	Moneta e quasi moneta ¹ 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	1964	2,51	2,38	11,38	3,08	10,42	222,77	50,6
	1965	— 1,66	2,15	15,03	4,19	10,72	241,70	52,6
	1966	— 2,30 ²	2,46 ²	15,41 ²	2,42	11,20	260,50	54,4
Belgio	1964	8,80	9,00	10,70	19,70	6,10	773,82	45,7
	1965	6,80	16,10	13,90	21,10	11,60	836,96	46,0
	1966	— 5,60	18,30	22,50	21,00	12,90	902,00	46,1
Danimarca . .	1964	0,82	— 0,98	3,42	1,40	1,53	61,91	48,2
	1965	0,12	0,88	2,36	1,70	1,19	69,47	47,4
	1966	0,22	0,14	4,47	2,23	2,04	76,67	46,2
Finlandia ³ . .	1964	126	— 48	1.130	56	949	23.433	39,7
	1965	— 282	69	1.167	45	1.022	25.819	40,5
	1966	— 457	215	1.378	126	1.218	27.591	42,0
Francia	1964	3,80	— 0,32	10,66	12,21	2,61	431,90	39,5
	1965	3,33	1,28	12,04	15,27	2,77	461,40	40,6
	1966	1,83	1,03	14,40	13,64	5,05	497,50	41,6
Germania . . .	1964	2,00	8,40	21,70	5,40	13,90	413,80	38,6
	1965	— 0,20	8,80	25,30	5,10	17,30	449,60	40,3
	1966	3,10	6,00	19,40	1,30	19,90	477,90	42,3
Italia	1964	483	548	1.104	908	870	33.077	61,9
	1965	992	922	1.470	1.871	1.490	35.575	65,3
	1966	418	821	2.646	2.080	1.690	38.397	69,9
Norvegia . . .	1964	0,27	0,20	1,39	0,57	1,23	45,18	53,2
	1965	1,13	0,34	1,23	0,77	1,76	50,10	52,0
	1966	0,07	0,48	1,98	0,84	1,45	54,17	52,3
Paesi Bassi . .	1964	0,11	0,17	1,08	1,15	2,42	61,83	58,8
	1965	0,08	0,89	1,47	1,70	2,50	68,65	59,4
	1966	— 0,27	1,17	1,09	1,18	2,43	75,88	58,4
Regno Unito ³ .	1964	— 578 ⁴	— 200	967	585	—	33.066	34,3
	1965	— 304 ⁴	550	570	909	—	35.426	34,3
	1966	— 10 ⁵	99	308	554	—	37.424	34,5
Spagna	1964	21,00	28,10	90,00	60,30	78,00	1.062,90	67,4
	1965	— 3,60	32,80	125,50	62,30	82,40	1.287,40	66,4
	1966	— 14,60	49,00	112,50	60,90	79,90	1.474,20	66,9
Svezia	1964	1,06	— 0,36	4,82	1,27	3,83	92,97	67,3
	1965	0,12	— 0,67	3,92	1,08	1,64	102,15	65,4
	1966	0,56	1,57	5,19	1,44	4,81	110,80	64,7
Svizzera	1964	0,85 ⁴	0,61	3,92	1,72	4,30	55,54	124,8
	1965	0,56 ⁴	0,86	4,46	1,09	4,73	59,88	125,8
	1966	0,41 ⁴	0,79	4,50	1,12	4,16	64,17	125,6
Stati Uniti . .	1964	— 0,10 ⁴	6,40	17,80	6,80	13,20	631,70	42,8
	1965	— 1,20 ⁴	8,90	26,40	7,30	19,40	681,20	43,1
	1966	— 0,60 ⁴	4,10	16,80	— 1,30	11,10	739,60	42,5
Canada	1964	0,35	— 0,28	1,02	0,71	0,50	47,40	35,4
	1965	0,16	0,04	1,67	1,20	0,78	52,11	35,9
	1966	0,34	0,65	0,75	0,80	0,53	57,78	34,8
Giappone	1964	— 274	727	3.791	1.012	2.503	27.645	90,4
	1965	154	745	2.774	1.611	2.908	30.441	95,1
	1966	133	912	4.656	1.459	3.697	35.190	96,3

¹ Medie annuali (calcolate sulla base di dati trimestrali). ² Dodici mesi fino a ottobre. ³ In milioni di unità monetarie nazionali. ⁴ Soltanto la banca nazionale. ⁵ Compresa le attività del Fondo di stabilizzazione dei cambi (escluso il trasferimento del portafoglio in dollari), la posizione netta nel F.M.I. e le attività nette delle banche di deposito. ⁶ Attività ufficiali più posizione netta nel F.M.I.

Fonte: I.M.F., *International Financial Statistics*.

permette un esame comparato della formazione di attività liquide attraverso il sistema bancario e delle corrispondenti variazioni nei crediti verso i settori pubblico, privato ed estero. Essa riflette quindi, in parte, la composizione della domanda interna di credito e la misura nella quale la politica economica — non solo la politica monetaria ma anche quella di bilancio e dei redditi — ha potuto influenzare il credito bancario e la formazione di liquidità. Poichè in molti paesi la domanda di credito ha subito una flessione nell'ultimo periodo dell'anno, i dati su base annuale riportati nella tabella forniscono un quadro alquanto composito.

Dopo aver rappresentato nel 1965 una causa sempre più importante dell'espansione monetaria, nel 1966 il volume del credito bancario concesso al settore pubblico ha subito, in un certo numero di paesi, una battuta di arresto. In alcuni di essi, compresi Danimarca, Germania e Italia, il minore ricorso del settore pubblico al credito bancario nel 1966 si spiega in parte con il conseguimento di migliori risultati di bilancio. D'altro canto, il bilancio pubblico è migliorato anche in Belgio, ma per attenuare la tensione sul mercato dei capitali il governo si è indebitato presso il sistema bancario in più larga misura rispetto al 1965 e ha cominciato di nuovo a raccogliere fondi all'estero.

In alcuni paesi la più lenta crescita del credito bancario al governo è derivata in parte da una variazione delle forme di indebitamento: in Svizzera e Italia le autorità pubbliche hanno ricavato una maggiore aliquota di fondi mediante emissioni nette di titoli e in Germania attraverso l'indebitamento a breve al di fuori del sistema bancario. In Francia il bilancio pubblico è passato lo scorso anno da una posizione globale di equilibrio ad un disavanzo di modeste proporzioni, ma il fabbisogno finanziario del Tesoro, predisposto essenzialmente per fornire credito all'economia, è stato coperto abbondantemente al di fuori del sistema bancario, tanto che è stato possibile effettuare alcuni rimborsi alle banche stesse. Al contrario nei Paesi Bassi non solo si è ulteriormente deteriorata la situazione di bilancio del governo, ma è pure aumentato il suo finanziamento tramite il sistema bancario (compresa la banca centrale).

Anche se il deficit di bilancio è aumentato negli Stati Uniti e si è mantenuto di notevoli proporzioni nel Regno Unito, in questi due paesi si è avuto, lo scorso anno, una minore dilatazione del credito bancario al settore pubblico. Negli Stati Uniti le banche hanno limitato gli acquisti di titoli pubblici mentre è aumentato l'ammontare degli stessi detenuti da operatori non bancari. Nel Regno Unito le esigenze di finanziamento del Tesoro sono state soddisfatte principalmente con i maggiori acquisti effettuati da parte dell'estero di buoni del Tesoro e con le sterline rese disponibili attraverso il Fondo di stabilizzazione dei cambi.

In Canada, al contrario, la situazione di bilancio del governo centrale — prescindendo dalle operazioni connesse con il Fondo nazionale delle pensioni di nuova istituzione — si è deteriorata nel 1966 e così pure quella delle province e delle amministrazioni municipali; una parte del maggiore fabbisogno di cassa del settore pubblico è stata assicurata dalle aziende di credito e dalla banca centrale. Sviluppi analoghi si sono registrati in Svezia. In Giappone, nel quadro di uno specifico sforzo per stimolare l'attività economica, il disavanzo di bilancio è stato aggravato e coperto essenzialmente con la vendita di obbligazioni al sistema bancario.

Durante lo scorso anno in alcuni paesi il credito bancario al settore privato è aumentato più lentamente, dapprima a causa delle restrizioni nel campo monetario e più tardi per la flessione della domanda. La minore espansione è stata assai accentuata in Stati Uniti, Canada, Regno Unito, Germania e Paesi Bassi, mentre in Svizzera e Austria l'incremento in termini assoluti non è stato molto superiore a quello del 1965. In alcuni di questi paesi — Regno Unito, Paesi Bassi, e Svizzera — il volume del credito al settore privato è stato contenuto mediante l'imposizione di un limite quantitativo.

Per contro, nei paesi dove l'attività economica stava uscendo da una fase di depressione ciclica — Belgio, Francia, Italia e Giappone — il credito al settore privato si è intensificato così come è avvenuto nei paesi scandinavi e in Finlandia.

L'espansione del credito bancario e la formazione di attività liquide presentano un andamento che è interdipendente: al margine esso è condizionato dalla politica con la quale la banca centrale influenza la liquidità delle banche, tenendo presenti gli effetti prodotti dalla bilancia dei pagamenti, dalle operazioni del Tesoro e da altri fattori. Normalmente una stretta monetaria si risolve in un rallentamento dell'espansione delle attività liquide in confronto del prodotto nazionale lordo e in un aumento dei saggi d'interesse a lungo termine; i fenomeni opposti si verificano in periodi di denaro abbondante. La relazione inversa esistente fra l'andamento della liquidità e i saggi d'interesse a lungo termine ha trovato generalmente conferma lo scorso anno nei risultati relativi alla maggior parte dei paesi. Ma in Germania, per esempio, la preferenza per la liquidità è stata tale nel 1966 che un sensibile aumento del livello degli interessi a lungo termine si è verificato contemporaneamente ad un'espansione della moneta e della quasi moneta rispetto al prodotto nazionale lordo. Anche in Danimarca un maggior volume di fondi è stato depositato presso le banche nonostante l'alto livello dei saggi d'interesse.

Movimenti comparati dei saggi d'interesse.

Negli Stati Uniti l'aumento dei saggi d'interesse a breve durante il 1966 ha rappresentato il proseguimento, in circostanze diverse, di un processo di aggiustamento verso l'alto, in atto sin dal 1962. Durante questo periodo il saggio ufficiale di sconto è stato elevato tre volte, l'ultima delle quali, nel dicembre 1965, dal 3 al 4,5%. I saggi d'interesse massimi da corrispondere sui depositi vincolati ai sensi della Disposizione Q sono stati aumentati in misura molto maggiore, dal 2,5 al 5,5% quelli per i depositi a 3-6 mesi. La necessità di influenzare positivamente i movimenti di capitale a breve ha contribuito in misura preminente all'attuazione di questi aggiustamenti, anche se nel dicembre 1965 furono considerazioni di carattere interno ad assumere un'importanza decisiva.

I movimenti dei saggi d'interesse a lungo termine degli Stati Uniti hanno invece seguito un andamento alquanto diverso: i rendimenti delle obbligazioni governative a lunga scadenza, dopo essere aumentati moderatamente fra la fine del 1962 e la primavera del 1964, si sono mantenuti molto stabili, ma dall'estate del 1965 in poi, con l'intensificarsi delle pressioni della domanda, hanno ripreso a salire costantemente, continuando il loro moto ascendente fino all'agosto 1966.

Movimenti comparativi dei saggi d'interesse, 1962-67.¹

Paesi	Saggi del mercato monetario ²					Rendimenti delle obbligazioni governative a lungo termine				
	Fine 1962	Metà 1965	Agosto 1966	Marzo 1967	Variazione dal 1962 al marzo 1967	Fine 1962	Metà 1965	Agosto 1966	Marzo 1967	Variazione dal 1962 al marzo 1967
	percentuali				in punti di percento	percentuali				in punti di percento
Paesi Bassi	2,02	4,18	5,03	4,76	+ 2,74	4,19	5,24	6,53	5,83	+ 1,64
Danimarca . . . . .	.	.	.	.	.	6,45	7,61	8,05	8,05	+ 1,60
Svizzera	2,88	3,73	4,21	4,50	+ 1,62	3,12	3,92	4,24	4,72	+ 1,60
Germania	4,37	4,87	7,00	5,12	+ 0,75	6,10	7,10	8,60	7,20	+ 1,10
Belgio	2,73	3,57	3,95	3,45	+ 0,72	4,96	5,59	5,81	5,88	+ 0,92
Svezia . . . . .	.	.	.	.	.	4,35	5,00	6,10	5,23	+ 0,88
Regno Unito	3,64	5,59	6,70	5,69	+ 2,05	5,61	6,65	7,17	6,39	+ 0,78
Francia	3,51	4,41	4,77	5,00	+ 1,49	5,31	5,47	5,98	6,08	+ 0,77
Italia . . . . .	.	.	.	.	.	4,88	5,46	5,55	5,56	+ 0,68
Stati Uniti	2,86	3,81	4,93	4,29	+ 1,43	3,87	4,14	4,80	4,45	+ 0,58
Canada	3,87	3,95	5,07	4,26	+ 0,39	5,07	5,16	5,91	5,45	+ 0,38

¹ La possibilità di paragonare i saggi d'interesse sul piano internazionale è assai limitata, in quanto sta più nei movimenti relativi attraverso periodi di tempo che nelle differenze assolute. ² Per Belgio e Francia, saggi del denaro alla giornata; per Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, saggi dei buoni del Tesoro a tre mesi; per Germania e Svizzera, saggi dei depositi a tre mesi.

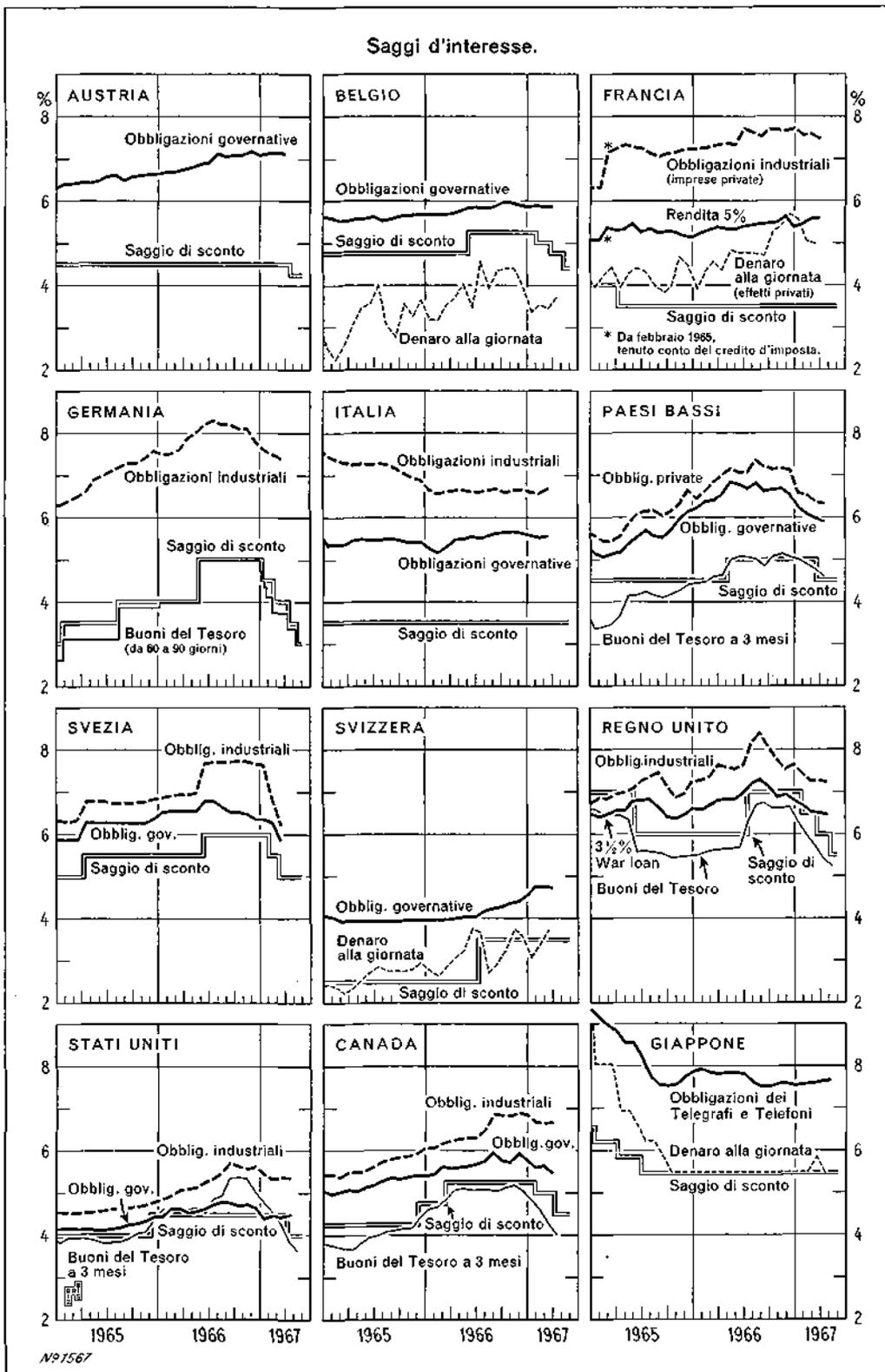
Dal 1962 al 1966 negli Stati Uniti la differenza fra i saggi d'interesse a breve e lungo termine si è gradualmente attenuata e nell'ultimo periodo, in effetti, i rendimenti a breve hanno superato sensibilmente quelli a lungo termine.

Nel Regno Unito l'aumento dei saggi d'interesse, sia a breve che a lungo termine, ha avuto inizio alla fine del 1963 quando è cominciata l'espansione interna. Successivamente, sin quasi alla fine dell'estate del 1966, la tendenza è rimasta orientata verso l'alto, pur essendosi registrate un'impennata particolarmente brusca durante la crisi di fine 1964 e principio 1965 e una successiva flessione più tardi nel 1965.

Sul Continente i saggi a breve sono generalmente aumentati dal 1962 al 1966 più o meno parallelamente con quelli applicati negli Stati Uniti e sul mercato delle eurodivise. Le interdipendenze che si sono venute formando fra i mercati monetari nazionali, sia direttamente sia attraverso il mercato delle eurodivise, rappresentano una causa della notevole simmetria con la quale si sono mossi i saggi d'interesse a breve. Un'altra causa è data dal fatto che gli Stati Uniti e il Regno Unito, come paesi a moneta di riserva, hanno dovuto mantenere i loro saggi a breve, per considerazioni inerenti alla bilancia dei pagamenti, in stretta armonia con le condizioni economiche prevalenti altrove.

Negli ultimi anni, d'altra parte, si sono ampliate le differenze esistenti nei saggi d'interesse a lungo termine fra gli Stati Uniti e praticamente tutti i paesi europei. Nel periodo dal 1962 alla metà del 1965, durante il quale negli Stati Uniti i rendimenti delle obbligazioni governative a lunga scadenza hanno fatto scarsi progressi, cospicui aumenti si sono verificati in Danimarca, Germania, Paesi Bassi e Regno Unito. Aumenti più limitati, ma sempre superiori a quelli degli Stati Uniti, hanno avuto luogo in Belgio, Italia e Svezia. In Svizzera il rendimento

Saggi d'interesse.



Variazioni nei saggi ufficiali di sconto dal 1964.

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
	%		%		%
Austria		Germania		Regno Unito	
27 giugno 1963	4½	5 maggio 1961	3	3 gennaio 1963	4
18 aprile 1967	4½	22 gennaio 1965	3½	27 febbraio 1964	5
		13 agosto 1965	4	23 novembre 1964	7
		27 maggio 1966	5	3 giugno 1965	6
Belgio		6 gennaio 1967	4½	14 luglio 1966	7
31 ottobre 1963	4½	17 febbraio 1967	4	26 gennaio 1967	6½
3 luglio 1964	4½	14 aprile 1967	3½	16 marzo 1967	6
2 giugno 1966	5½	12 maggio 1967	3	4 maggio 1967	5½
2 febbraio 1967	5				
23 marzo 1967	4½	Giappone		Stati Uniti	
11 maggio 1967	4½	20 aprile 1963	5,84	17 luglio 1963	3½
		18 marzo 1964	6,57	24 novembre 1964	4
		9 gennaio 1965	6,205	6 dicembre 1965	4½
Canada		3 aprile 1965	5,84	7 aprile 1967	4
12 agosto 1963	4	26 giugno 1965	5,475		
24 novembre 1964	4½			Svezia	
8 dicembre 1965	4½	Islanda		14 giugno 1963	4
14 marzo 1966	5½	29 dicembre 1960	9	31 gennaio 1964	4½
30 gennaio 1967	5	1° gennaio 1965	8	6 novembre 1964	5
7 aprile 1967	4½	1° gennaio 1966	9	9 aprile 1965	5½
				10 giugno 1966	6
		Paesi Bassi		3 febbraio 1967	5½
Danimarca		8 gennaio 1963	3½	10 marzo 1967	5
13 novembre 1963	5½	6 gennaio 1964	4		
11 giugno 1964	6½	4 giugno 1964	4½	Svizzera	
		2 maggio 1966	5	26 febbraio 1959	2
		15 marzo 1967	4½	3 luglio 1964	2½
Francia				6 luglio 1966	3½
14 novembre 1963	4	Portogallo			
8 aprile 1965	3½	12 gennaio 1944	2½		
		1° settembre 1965	3		

a lungo termine, pur partendo da un livello iniziale molto più basso rispetto agli Stati Uniti, è salito quasi nella stessa misura di quello della Germania e dei Paesi Bassi. Soltanto in Francia l'incremento non è stato superiore a quello degli Stati Uniti.

Fra la metà del 1965 e l'agosto 1966, negli Stati Uniti, il rendimento delle obbligazioni governative a lunga scadenza è aumentato rapidamente dal 4,14 al 4,8%. Tuttavia, nello stesso periodo, i rendimenti in alcuni paesi del Continente europeo, quali Germania, Paesi Bassi e Svezia, hanno subito un'espansione ancora maggiore, mentre in Francia, Regno Unito e Danimarca la variazione è stata più o meno dello stesso ordine di grandezza. Invece in altri paesi - Belgio, Italia e Svizzera - i rendimenti sono cresciuti assai meno che negli Stati Uniti. In conclusione, per quanto imponente, l'incremento dei rendimenti a lungo termine degli Stati Uniti ha finito con il collocarsi quasi al centro della gamma delle variazioni internazionali complessive.

Nel periodo più recente, all'incirca dall'agosto 1966 fino alla primavera del 1967, i rendimenti a lungo termine sono sensibilmente diminuiti negli Stati Uniti e in alcuni paesi dell'Europa occidentale. In Germania, Svezia, Paesi Bassi e Regno Unito, la flessione è stata più ampia e molto superiore a quella degli Stati Uniti. In Svizzera, invece, dove i rendimenti erano rimasti bassi rispetto alla media europea, l'espansione è continuata anche in questo periodo, mentre in

Belgio, Francia e Italia, dove i livelli degli interessi a lungo termine erano già alti rispetto a quelli degli Stati Uniti, i rendimenti sono rimasti stabili o sono ulteriormente aumentati di alquanto.

Gli aumenti relativamente elevati dei saggi d'interesse a lungo termine verificatisi nei paesi dell'Europa occidentale a partire dal 1962 trovano spiegazione nel fatto che nella maggior parte di questi paesi la dilatazione della spesa pubblica, insieme con gli aggiustamenti salariali oltre i limiti degli incrementi della produttività, ha provocato un abbassamento del saggio di formazione del risparmio nazionale; collegata con questo fenomeno è la prolungata inflazione che ha rafforzato la preferenza per la liquidità. Un'altra causa è rappresentata dalle misure dirette che gli Stati Uniti hanno adottato per riportare in equilibrio la loro bilancia dei pagamenti. Nell'ambito del programma volontario, le imprese americane possono, indebitandosi in Europa, superare i limiti massimi fissati per gli investimenti diretti ed anche migliorare, come è loro fatto obbligo, le proprie posizioni dei pagamenti. Inoltre, l'imposta di conguaglio degli interessi che a decorrere dal gennaio 1967 è stata elevata, in misura equivalente all'interesse, dall'1 all'1,5%, costituisce un incentivo per i residenti degli Stati Uniti ad investire all'interno e per i potenziali prenditori non residenti di prestiti a rivolgersi ai mercati internazionali e nazionali europei.

E' degno di nota, d'altra parte, che le differenze nei saggi d'interesse a lungo termine nell'ambito dell'Europa occidentale sono ora minori che in qualsiasi momento del recente passato. Questo fenomeno riflette, da un lato, i sensibili aggiustamenti verso l'alto effettuati nei Paesi Bassi, in Svezia e in Svizzera, dove i rendimenti erano inferiori ai livelli internazionali, e dall'altro, l'andamento ciclico relativamente favorevole in Belgio, Francia, Germania e Italia. In Francia, in particolare, il contenimento del bilancio pubblico ha contribuito a limitare l'espansione dei rendimenti; a partire dalla scorsa estate si è avuto anche un miglioramento della posizione di fondo del bilancio del Belgio, della Germania e dell'Italia.

Mercati dei capitali interni e internazionali.

In condizioni di stretta monetaria, tende normalmente a diminuire l'aliquota del credito totale che viene erogato attraverso il sistema bancario. I potenziali prenditori di prestiti sono spinti a rivolgersi maggiormente al mercato dei capitali e le stesse banche, nel tentativo di sostenere le loro ordinarie operazioni attive, sono portate a ridurre gli acquisti netti di titoli. Nello stesso tempo, mentre cadono le quotazioni e aumentano i rendimenti, gli investitori non bancari, soprattutto gli investitori istituzionali, si fanno avanti sempre più numerosi per effettuare acquisti vantaggiosi sul mercato a lungo termine. Il minore saggio di formazione dei depositi limita le banche nel loro processo di moltiplicazione del credito e contribuisce quindi a frenarne l'espansione da parte del sistema finanziario nel suo complesso.

Sviluppi secondo queste linee si sono chiaramente manifestati lo scorso anno con l'aumento delle nuove emissioni in paesi quali gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Canada. Nei primi due l'incremento è imputabile in gran parte all'indebita-

Mercati dei capitali: Nuove emissioni (al netto).

Paesi	Anni	Settore pubblico		Settore privato ¹		Emissioni estere	Totale	Emissioni private ed estere	Totale
		Governo	Auto-rità locali e organi pubblici	Azioni	Obbligazioni				
		miliardi di unità monetarie nazionali								in percento del P.N.L.
Belgio	1964	7,89	12,82	11,98	5,66	0,17	38,52	2,3	5,0
	1965	17,21	12,27	11,41	15,25	0,26	56,40	3,2	6,7
	1966	12,96	13,94	11,96	15,47	.	54,33	3,0	6,0
Danimarca	1964	-0,18	—	0,24	3,49	—	3,55	6,0	5,7
	1965	-0,14	—	0,30	4,92	—	4,99	7,4	7,2
	1966	-0,16	—	0,23	4,20	—	4,27	5,8	5,6
Francia	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
	1966	0,00	0,84	3,66	7,66	0,20	12,36	2,3	2,5
Germania	1964	1,51 ²	1,76	2,24	10,24	0,89 ³	16,64	3,2	4,0
	1965	1,15 ²	1,96	3,96	9,36	1,38 ³	17,79	3,3	4,0
	1966	0,36 ²	0,06	2,69	5,10	0,62 ³	8,83	1,8	1,9
Italia	1964	70	159 ⁴	555	1.221	—	2.005	5,4	6,1
	1965	161	501 ⁴	406	1.295	14	2.377	4,8	6,7
	1966	1.551 ⁴		470	1.197	72	3.290	4,5	8,6
Paesi Bassi	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	2,1
	1966	-0,02	0,66	0,06	0,80	-0,07	1,43	1,0	1,9
Regno Unito	1964	-0,11 ⁵	0,09	0,23	0,29	0,06	0,56	1,8	1,7
	1965	0,22 ⁵	0,21	0,07	0,37	0,02	0,89	1,3	2,5
	1966	0,23 ⁵	0,19	0,19	0,50	-0,02	1,09	1,8	2,9
Spagna	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	5,4	8,7
	1966	24,44	9,00	40,08	26,19	—	99,71	5,2	7,8
Svezia	1964	0,11	0,37	0,49	3,15	—	4,11	3,9	4,4
	1965	-0,29	0,20	0,93	2,81	—	3,66	3,7	3,6
	1966	-0,14	0,15	0,72	4,83	—	5,55	5,0	5,0
Svizzera ⁶	1964	-0,16	0,66	1,54	2,12	0,28	4,44	7,1	8,0
	1965	-0,22	0,75	1,54	1,81	0,28	4,14	6,0	6,9
	1966	0,00	0,90	1,21	1,59	0,42	4,12	5,0	6,4
Stati Uniti ⁷	1964	0,80 ⁸	5,10	3,30	6,60	1,20 ⁹	17,00	1,8	2,7
	1965	-4,70 ⁸	6,10	3,10	8,10	1,50 ⁹	14,10	1,9	2,1
	1966	-1,20 ⁸	5,50	4,40	11,30	1,30 ⁹	21,30	2,3	2,9
Canada	1964	0,56	0,88	0,33	0,56	—	2,32	1,9	4,9
	1965	-0,06	0,67	0,45	0,92	—	1,99	2,6	3,8
	1966	0,42	1,32	0,53	0,51	—	2,77	1,8	4,8
Giappone	1964	— 17	69	860	904 ¹⁰	—	1.816	6,4	6,6
	1965	— 10	151	277	1.391 ¹⁰	—	1.809	5,5	5,9
	1966	797	217	433	1.575 ¹⁰	—	3.022	5,7	8,6

¹ Compresa le emissioni degli istituti di credito semipubblici e delle industrie nazionalizzate. ² Variazioni negli averi del mercato in prestiti obbligazionari e titoli a medio termine. ³ Inclusive le emissioni all'estero; vedasi, comunque la nota 2 alla tabella a pagina 53. Dal dato per il 1966 riportato nella tabella qui sopra sono escluse le emissioni di società americane effettuate in cambio di azioni emesse da società tedesche. ⁴ Incluso il ricorso indiretto al credito da parte del Tesoro. ⁵ Compresa le emissioni collocate privatamente. ⁶ Variazioni nel debito negoziabile (esclusi i buoni del Tesoro) detenuto dal pubblico. ⁷ Basati sui dati relativi ai flussi di fondi pubblicati dalla Riserva federale, esclusi i prestiti ipotecari. ⁸ Variazioni negli averi del pubblico di debito negoziabile con scadenza di uno o più anni. ⁹ Al lordo. ¹⁰ Compresa le obbligazioni delle imprese pubbliche.

mento dei privati, mentre nel terzo è stato il settore pubblico, specialmente le province e le amministrazioni municipali, a svolgere un ruolo preminente.

Nei paesi del Continente europeo, dove sono state in vigore restrizioni monetarie, il flusso dei fondi ha mostrato la tendenza a spostarsi verso i depositi vincolati e a risparmio piuttosto che verso le nuove emissioni. E' stato questo in particolare il caso della Germania, determinato dalla forte preferenza per la liquidità e dalla scarsa efficacia dei sostegni istituzionali del mercato. In Svizzera le emissioni di capitali sono state contenute mediante un sistema di razionamento e in Danimarca attraverso un accordo fra gli istituti ipotecari. Nei Paesi Bassi, invece, un quantitativo relativamente maggiore di fondi è passato lo scorso anno attraverso il mercato dei capitali, ma si è trattato in gran parte di prestiti collocati da privati piuttosto che di nuove emissioni. In Svezia il più ampio volume di emissioni è stato facilitato dagli acquisti di investitori istituzionali, soprattutto da quelli delle imprese pubbliche di assicurazione.

In Italia e Giappone, dove hanno prevalso condizioni monetarie favorevoli, un notevole aumento delle emissioni pubbliche è stato agevolato dagli ulteriori, cospicui acquisti di titoli da parte delle banche. In Francia le nuove emissioni si sono mantenute all'incirca sullo stesso livello del 1965, ma un quantitativo relativamente superiore di fondi è stato collocato al di fuori del sistema bancario sotto altre forme, incluso il risparmio destinato alla costruzione di alloggi. Nel Belgio la flessione delle nuove emissioni è stata essenzialmente conseguenza del minore ricorso del governo al mercato dei capitali, il quale è stato compensato solo in piccola parte dal maggiore indebitamento dei privati e di altri operatori.

Nel 1966 i corsi delle azioni sono sensibilmente diminuiti nella maggior parte dei paesi, ad eccezione dell'Italia e del Giappone, dove si sono avuti aumenti nel primo periodo dell'anno. Le cause comuni sono state la stretta monetaria e la lievitazione dei saggi d'interesse a lungo termine. Ma a differenza di Stati Uniti, Regno Unito e Canada, dove la flessione è stata accompagnata in parte da un più cospicuo volume di emissioni azionarie, nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale i nuovi collocamenti di titoli azionari si sono contratti in maniera considerevole. Dal punto di vista degli emittenti una giustificazione di tale fenomeno è data senza dubbio dal basso livello che i corsi azionari hanno raggiunto dopo diversi anni di flessione, mentre dal punto di vista dei sottoscrittori ha influito, specialmente sul Continente europeo, l'ingente volume delle emissioni internazionali di obbligazioni che hanno sottratto fondi a lunga scadenza dai mercati nazionali. Verso la fine del 1966, con l'attenuarsi delle restrizioni monetarie e con la diminuzione dei saggi d'interesse, le quotazioni delle azioni hanno mostrato segni di ripresa, specialmente negli Stati Uniti, nel Canada e nel Regno Unito.

Il volume delle emissioni estere sui mercati finanziari interni è indicato, per i singoli paesi, su base netta, nella tabella a pagina 46, mentre viene inquadrato nel più ampio contesto dell'insieme delle emissioni internazionali nella tabella a pagina 53. Prescindendo dagli Stati Uniti, gli unici mercati nei quali le emissioni di questo tipo convenzionale hanno talvolta raggiunto proporzioni significative

sono stati quelli della Svizzera, dei Paesi Bassi e della Germania. In tutta l'Europa occidentale, esclusa la Germania, tali operazioni sono generalmente subordinate all'autorizzazione ufficiale, mentre negli Stati Uniti sono soggette, salvo alcune eccezioni, all'imposta di conguaglio degli interessi. Negli ultimi anni in Svizzera e Paesi Bassi le autorità hanno applicato misure restrittive a tali operazioni al fine di alleviare le tensioni sui propri mercati dei capitali, mentre in Germania il volume delle stesse è stato contenuto per effetto soprattutto degli alti saggi d'interesse. Nel 1966 le emissioni estere sui mercati del continente e nel Regno Unito sono salite a \$531 milioni. A prescindere da una cospicua emissione in Germania da parte di una società internazionale degli Stati Uniti, si è avuto un leggero aumento in Svizzera, mentre l'Italia e la Francia hanno concesso l'autorizzazione per il collocamento di alcuni prestiti di istituzioni internazionali.

Le emissioni estere negli Stati Uniti sono ammontate nel 1966 a \$1.317 milioni, raggiungendo cioè un importo inferiore di circa \$100 milioni a quello del 1963 quando fu introdotta l'imposta di conguaglio degli interessi. I collocamenti negli Stati Uniti da parte di paesi dell'Europa continentale e del Regno Unito, che nel 1963 erano stati pari a \$347 milioni, si sono ridotti lo scorso anno a soli \$9 milioni. Al contrario, le emissioni canadesi, che in relazione all'imposta di conguaglio godono di un'esenzione condizionata, hanno rappresentato l'82% del totale del 1966 contro il 54% del 1963. Fino alla concorrenza di un certo importo, anche i prestiti concessi al Giappone sono esenti dalla suddetta imposta; in considerazione del saldo attivo nei conti con l'estero, comunque, questo paese lo scorso anno non ha contratto debiti né negli Stati Uniti, né altrove.

Dopo essere aumentate rapidamente da \$120 a 1.192 milioni fra il 1963 e il 1965, le emissioni internazionali sono leggermente diminuite lo scorso anno, a \$1.155 milioni. A differenza della emissioni "estere" sui singoli mercati, queste sono collocate in un certo numero di paesi attraverso sindacati internazionali che ne garantiscono la sottoscrizione. Esse non richiedono speciali autorizzazioni nei principali centri di emissione, sono stilate in diverse valute chiave o in combinazioni di valute e il loro collocamento dipende in primo luogo dalla libertà di cui godono i residenti dei vari paesi in materia di acquisti di titoli esteri. Nel 1966 sono fortemente aumentati i prestiti emessi da società industriali e commerciali, mentre sono diminuiti quelli di governi e istituzioni internazionali, essendosi questi rivolti in parte ai mercati nazionali. Le emissioni stilate in dollari S.U. hanno rappresentato circa i due terzi del totale, mentre le altre sono state espresse in diverse valute e in particolare in DM. Poiché il rendimento effettivo dei nuovi titoli collocati ha continuato ad aumentare fino all'inizio dell'autunno, le società hanno sempre più accorciato la durata dei prestiti per evitare di impegnarsi a lungo termine a saggi elevati. In settembre le nuove emissioni private con scadenza a cinque anni rendevano effettivamente oltre il 7%, mentre i titoli a più lungo termine offrivano il 6,75% o più. Nella primavera del 1967 i rendimenti delle nuove emissioni obbligazionarie a cinque anni erano del 6-6,25%, mentre quelli delle obbligazioni più rappresentative a lungo termine oscillavano tra il 6,25-6,5%.

Lo scorso anno sono notevolmente aumentate le emissioni all'estero delle società degli Stati Uniti e delle proprie affiliate in altri paesi, i cui prestiti di questo

Emissioni estere e internazionali di obbligazioni.¹

Debitori	Anni	Emissioni estere su mercati nazionali					Emis- sioni internazionali ²	Totale emis- sioni all'estero
		Europa con- tinentale ²	Regno Unito	Canada	Stati Uniti	Totale		
milioni di dollari S.U.								
Europa continentale	1963	149	—	—	192	341	93	434
	1964	74	4	—	45	123	406	529
	1965	66	4	—	25	95	441	535
	1966	75	14	—	9	98	413	512
Regno Unito	1963	16	—	—	155	171	—	171
	1964	15	—	—	5	20	—	20
	1965	23	—	—	80	103	25	128
	1966	12	—	—	—	12	40	52
Canada	1963	—	—	—	762	762	—	762
	1964	—	—	—	767	767	—	767
	1965	—	—	—	959	959	—	959
	1966	—	—	—	1.081	1.081	—	1.081
Stati Uniti	1963	—	—	—	—	—	—	—
	1964	—	—	—	—	—	—	—
	1965	10	—	—	—	10	296	306
	1966	192 ³	—	—	—	192	474	666
Giappone	1963	25	19	—	136	180	22	202
	1964	36	—	—	—	36	162	198
	1965	—	—	—	63	63	35	98
	1966	—	—	—	—	—	—	—
Resto del mondo	1963	6	129	—	163	298	—	298
	1964	—	55	—	219	274	5	279
	1965	—	59	—	205	264	110	374
	1966	—	42	—	143	185	126	311
Istituzioni internazionali . .	1963	81	—	—	5	86	5	91
	1964	70	8	—	155	233	266	499
	1965	79	—	23	200	302	286	588
	1966	196	—	18	85	299	101	400
Totale emissioni collocate.	1963	277	148	—	1.413	1.838	120	1.958
	1964	195	68	—	1.191	1.454	838	2.292
	1965	179	63	23	1.532	1.796	1.192	2.988
	1966	475	56	18	1.317	1.866	1.155	3.021

¹ Compresa sottoscrizioni private. Il credito ottenuto dalle società attraverso le filiali all'estero è normalmente considerato come credito ricevuto dal paese in cui la filiale è situata. ² I prestiti esteri emessi in Germania dopo l'annuncio, avvenuto nel marzo 1964, dell'introduzione di un'imposta cedolare del 25% sono generalmente considerati come emissioni internazionali. Siccome tali emissioni sono esenti dall'imposta, esse sono state offerte in vendita principalmente a non residenti, a saggi d'interesse inferiori a quelli prevalenti sul mercato nazionale. ³ Emissioni delle società americane in cambio di azioni di società tedesche (soprattutto della Texaco per azioni della "Deutsche Erdöl").

tipo - in considerazione dei loro vasti programmi di investimenti diretti e delle direttive in vigore connesse con la bilancia dei pagamenti americana - sono ammontati a \$474 milioni da \$296 milioni nel 1965. L'indebitamento delle società americane e delle loro affiliate ha pertanto rappresentato oltre due quinti del totale delle emissioni internazionali del 1966, mentre nel 1965 partecipava al totale con circa un quarto. I prestiti contratti dai paesi scandinavi, che nel 1964 avevano raggiunto un importo elevato, sono diminuiti nel 1965 e ancora nello scorso anno, mentre le emissioni da parte di operatori dei paesi CEE, dopo il forte incremento del 1965, si sono leggermente contratte.

Complessivamente, nel 1966 le emissioni estere e internazionali sono ammontate a oltre \$3.020 milioni. Questa cifra, pur essendo di poco maggiore di quella del 1965, supera nuovamente di oltre la metà l'importo di \$1.960 milioni rag-

giunto nel 1963. Quasi tutto l'incremento del triennio è attribuibile alle emissioni internazionali, le quali sono passate, rispetto al totale, da un'aliquota del 6% nel 1963 ad una del 38% nel 1966. Inoltre, l'aumento globale di circa \$1.065 milioni è dovuto per oltre il 90% agli Stati Uniti e al Canada. I prenditori di prestiti dei paesi continentali — limitati nelle loro decisioni tanto dall'imposta di conguaglio degli interessi quanto dall'inasprimento delle condizioni creditizie nei principali centri finanziari del Continente — hanno fatto largamente ricorso, a partire dal 1964, alle emissioni internazionali. Nel 1966 l'indebitamento del Regno Unito è stato trascurabile, mentre il Giappone è rimasto addirittura fuori del mercato. Gli altri paesi hanno partecipato in qualche misura alla recente espansione del mercato mediante un maggiore ricorso alle emissioni internazionali e, indirettamente, tramite le operazioni delle istituzioni internazionali.

Nei primi quattro mesi del 1967 le emissioni di tipo internazionale sono ammontare a \$623 milioni contro \$529 milioni del corrispondente periodo del 1966. In particolare le emissioni delle società americane e delle loro affiliate sono scese da \$261 a 130 milioni, e quelle di emittenti di paesi dell'Europa occidentale sono aumentate da \$188 a 338 milioni.

Sviluppi del credito nei singoli paesi.

Stati Uniti. Il crescente disavanzo nel bilancio del governo federale, associato all'ulteriore intensificarsi della domanda privata di credito, ha posto le basi, verso la fine del 1965, per una decisa svolta verso le restrizioni monetarie. In conformità dei dati relativi ai flussi di fondi, nella seconda metà dell'anno le disponibilità in moneta e i depositi a vista del settore privato sono aumentati, su base annua rettificata, di \$12,8 miliardi, mentre nei primi sei mesi vi era stato un incremento di soli \$2,9 miliardi. In gran parte questa variazione è dovuta al deficit di bilancio che il Tesoro ha finanziato mediante residui di cassa e prestiti a breve. Inoltre, nel quarto trimestre, il credito bancario alle imprese ha cominciato ad espandersi notevolmente.

Nell'autunno 1965 i saggi d'interesse del mercato sono sensibilmente cresciuti e nel successivo dicembre le autorità della Riserva federale hanno elevato il saggio ufficiale di sconto dal 4 al 4,5%. Nello stesso tempo l'interesse massimo pagabile sui depositi vincolati ai sensi della Disposizione Q è stato aumentato di punti 1-1,5 ad un nuovo massimo del 5,5%. Nei primi otto mesi del 1966 le autorità della Riserva federale hanno gradatamente rafforzato le restrizioni, specialmente limitando i loro acquisti di titoli governativi. La stretta si è rispecchiata in un incremento delle riserve nette mutuate dalle banche affiliate, passate da soli \$2 milioni nel dicembre 1965 a \$390 milioni nell'agosto 1966.

Contemporaneamente, nonostante l'aumento dei limiti massimi degli interessi consentiti dalla Disposizione Q, le banche commerciali hanno cominciato a risentire della concorrenza nella raccolta di fondi, in conseguenza della dilatazione dei saggi d'interesse del mercato, specialmente di quelli a lungo termine. Il settore delle imprese ha più che raddoppiato il ricorso alle nuove emissioni di capitali, pur continuando a contrarre prestiti con le banche quasi con lo stesso ritmo. Inol-

Stati Uniti: Fondi netti forniti ai mercati del credito.

Settori e strumenti finanziari	1964	1965		1966	
		1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
miliardi di dollari S.U., su base annua rettificata					
Aumenti delle attività					
Settore privato¹					
Circolazione e depositi a vista	6,5	2,9	12,8	3,2	2,5
Conti vincolati e a risparmio presso banche commerciali	13,0	19,2	19,8	17,0	7,6
presso istituti di risparmio	15,8	12,8	13,4	7,3	7,3
Titoli e altre attività del mercato creditizio	8,4	10,2	9,3	20,7	21,5
Fondi pensione e di assicurazione privati	11,1	11,5	11,9	12,1	13,5
Altri aumenti ²	12,0	15,5	6,9	19,3	9,1
Totale	66,8	72,1	74,1	79,6	61,5
Credito fornito tramite					
Banche commerciali e Sistema della Riserva federale	24,9	28,5	37,9	27,7	16,7
Altri istituti finanziari	28,9	27,6	26,7	21,0	22,4
Investimenti finanziari diretti	13,0	16,0	9,5	30,9	22,4
Totale	66,8	72,1	74,1	79,6	61,5
Aumenti delle passività					
Settore privato¹					
Prestiti bancari e altri prestiti	10,7	17,9	18,6	20,0	15,3
Credito al consumo	8,0	9,8	9,1	8,1	5,7
Ipoteche	25,7	24,9	26,0	21,7	17,8
Titoli di società	5,4	5,7	5,1	13,6	9,3
Impegni delle autorità statali e locali	5,9	7,4	7,4	6,3	5,5
Governo S.U.					
Titoli a breve	4,0	4,6	2,4	- 6,6	4,6
Altri titoli	3,0	0,7	- 0,6	15,5	
Saldo di cassa (aumento —)	- 0,2	- 2,2	4,2	- 1,9	
Debitori esteri	4,4	3,3	1,9	2,4	1,2
Totale	66,8	72,1	74,1	79,6	61,5

¹ Esclusi gli istituti finanziari. ² Compresi crediti governativi, esteri e vari.

tre, il governo federale, allo scopo anche di migliorare il proprio bilancio, ha disposto che gli organi federali debbano fare minore affidamento sui fondi di bilancio e orientarsi in misura maggiore verso il collocamento di nuove emissioni e di certificati di partecipazione. Come conseguenza di questi sviluppi, l'aliquota dei fondi fatti affluire direttamente sui mercati del credito, quale alternativa al collocamento presso gli istituti finanziari, è aumentata dal 13% nella seconda metà del 1965 al 39% nella prima metà del 1966.

Ciò nonostante le banche commerciali sono riuscite ad espandere rapidamente il volume del credito concesso durante questo periodo. Con un'azione più aggressiva nella raccolta di fondi le banche hanno in breve tempo portato gli interessi pagabili sui certificati di deposito fino ai limiti massimi consentiti ed hanno cominciato ad offrire tali certificati in tagli di modesto importo. Inoltre le aziende di credito con filiali all'estero hanno preso a prestito cospicui importi di saldi in dollari appartenenti a non residenti. Per soddisfare la domanda di credito, le banche hanno ridotto le proprie disponibilità di titoli governativi e hanno rallentato gli acquisti delle emissioni delle autorità statali e locali, concorrendo così a

rafforzare le spinte del mercato verso più alti saggi d'interesse. Fra il dicembre 1965 e la metà di agosto 1966, sono state altresì aggravate le condizioni delle operazioni attive, aumentando quattro volte — dal 4,5 al 6% — i saggi d'interesse sui prestiti di prim'ordine. A luglio tuttavia i crediti alle imprese stavano ancora sviluppandosi al ritmo annuale di circa il 20%.

I più alti saggi d'interesse del mercato e la concorrenza delle banche commerciali nella raccolta di depositi hanno colpito particolarmente gli istituti di risparmio e il mercato ipotecario. A differenza di quanto avviene in altri paesi, negli Stati Uniti questi istituti non hanno la possibilità di adattare periodicamente, in relazione ai cambiamenti delle condizioni del mercato, gli interessi debitori sui contratti ipotecari in essere. Pertanto essi non sono in grado di opporsi validamente, mediante l'aumento dei saggi d'interesse sui loro depositi, alla concorrenza nella raccolta proveniente da altri settori. Il saggio di formazione dei depositi vincolati e a risparmio presso questi istituti è sceso da \$15,8 miliardi nel 1964 a \$13,1 miliardi nel 1965 per poi precipitare, su base annua, a \$7,3 miliardi nel 1966.

Durante l'estate, la Riserva federale ha adottato alcuni provvedimenti per ripristinare l'equilibrio fra banche commerciali e istituti di risparmio. In luglio i limiti massimi della Disposizione Q sui depositi vincolati a scadenza multipla sono stati ridotti al 5% per periodi di 90 o più giorni e al 4% per termini più brevi. Fra luglio e settembre gli obblighi di riserva per i depositi vincolati eccedenti \$5 milioni (consistenti essenzialmente in certificati di deposito detenuti da imprese) sono stati elevati, in due volte, dal 4 al 6%. Le emissioni di vaglia cambiari da parte di banche, con scadenza inferiore a due anni, sono state anch'esse assoggettate alle disposizioni circa le riserve obbligatorie e i limiti massimi degli interessi.

Verso la fine dell'estate la tensione del mercato del credito ha quasi assunto le proporzioni di una crisi. L'azione fiscale è rimasta incerta, mentre il continuo indebitamento anticipato delle imprese commerciali, insieme con le vendite di titoli del governo federale, ha gravato pesantemente sul mercato. Inoltre, le banche hanno dovuto far fronte all'eventualità di un'improvvisa richiesta di rimborso dei certificati di depositi per il pagamento delle imposte in settembre. All'incirca nello stesso periodo, poi, il rapporto fra impieghi e depositi delle banche commerciali ha toccato, con quasi il 67%, il livello più alto del dopoguerra, mentre lo stesso rapporto per le banche di Nuova York è salito fin quasi all'80%. In questa situazione, le autorità della Riserva federale hanno invitato il 1° settembre le banche affiliate a rallentare l'espansione dei loro crediti, specialmente alle imprese, aggiungendo che avrebbero tenuto presente l'osservanza di questa raccomandazione da parte delle banche stesse, quando queste si sarebbero presentate ad effettuare operazioni di sconto.

Altre misure hanno fatto seguito rapidamente: all'inizio di settembre l'Amministrazione ha annunciato la sospensione degli sgravi fiscali per le spese di investimento in impianti e attrezzature e la riduzione, sino alla fine dell'anno, delle emissioni del governo federale. Verso la fine dello stesso mese il Congresso ha votato una legge a carattere temporaneo che permette una maggiore differenziazione nella disciplina dei limiti massimi dei saggi d'interesse sui depositi vincolati e

a risparmio. Immediatamente la Riserva federale ha ridotto dal 5,5 al 5% l'interesse massimo consentito sui depositi vincolati di importo inferiore a \$100.000, ponendo così le banche commerciali in una posizione competitiva meno favorevole rispetto agli istituti di risparmio.

Poichè l'espansione della domanda di mezzi finanziari si era basata in gran parte su previsioni di inflazione, i provvedimenti di settembre hanno prodotto una vivace reazione sui mercati del credito. Dall'inizio del settembre 1966 alla fine del marzo 1967, i prestiti alle imprese da parte delle banche affiliate alla Riserva federale che pubblicano situazioni settimanali sono aumentati soltanto di \$3,7 miliardi contro un aumento di oltre \$5,9 miliardi un anno prima. Nello stesso periodo le banche, agevolate da una politica monetaria improntata a progressive facilitazioni, hanno acquistato titoli per \$5,2 miliardi, mentre nei corrispondenti mesi del 1965-66 esse avevano diminuito il loro portafoglio di \$1,8 miliardi.

Proprio alla fine del 1966 le autorità della Riserva federale hanno comunicato che non erano più applicabili le direttive emanate in settembre in materia di credito commerciale e di politica di risconto. Nel marzo 1967 gli obblighi di riserva sono stati ridotti dal 4 al 3% per i depositi a risparmio e per quelli vincolati di importo non superiore a \$5 milioni. Per tutto il periodo di sei mesi, inoltre, le operazioni di mercato aperto sono state rivolte ad alleggerire la posizione di liquidità delle banche, la quale è passata da riserve nette ricevute a prestito per circa \$400 milioni nel periodo agosto-ottobre a riserve nette libere per circa \$300 milioni all'inizio dell'aprile 1967. In aggiunta le banche hanno restituito alle loro filiali all'estero una considerevole parte dei dollari di proprietà di non residenti che esse avevano mutuato nei mesi precedenti.

A partire grosso modo dal novembre 1966 sono fortemente diminuiti gli interessi a breve; verso la fine del gennaio 1967 le banche hanno cominciato a ridurre i loro saggi sui prestiti di prim'ordine, nella maggior parte dei casi dal 6 al 5,75% e verso la fine di marzo è stato generalmente adottato un interesse del 5,5%. Il 7 aprile 1967 il saggio ufficiale di sconto è stato abbassato dal 4,5 al 4%; il rendimento dei titoli governativi a lungo termine, che aveva raggiunto il 4,8% nell'agosto 1966, per poi scendere alla metà di marzo sotto il 4,45%, è di nuovo salito, in maggio, al 4,75% circa, in seguito al cospicuo volume delle emissioni di titoli dovuto tanto alla domanda delle società, quanto alla ripresa dell'attività in questo campo del governo federale. In complesso, comunque, i fondi a lungo termine sono stati relativamente abbondanti, in particolar modo sul mercato ipotecario, e l'edilizia residenziale ha mostrato segni di ripresa. A partire dall'inizio di marzo sono state ripristinate le agevolazioni fiscali sui nuovi investimenti delle imprese e i relativi programmi potranno adesso essere intensificati anche in conseguenza del rinvio temporaneo dell'imposta addizionale del 6%.

Canada. Un ulteriore rafforzamento delle restrizioni monetarie all'inizio del 1966 e una serie imponente di provvedimenti fiscali e di bilancio nel marzo hanno contribuito, nella prima metà dell'anno, a rallentare l'espansione del credito. In questo periodo il saggio annuale di aumento delle attività sull'interno delle banche autorizzate si è ridotto al 3%, dopo essere stato pari al 12% nel 1965. Nel dicembre

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 percento del prodotto nazionale lordo, a prezzi di mercato									
Belgio	1964	8,2	11,4	2,2	21,8 ¹	5,8	15,4	0,4	0,1
	1965	9,2	11,3	1,3	21,8 ¹	5,7	15,0	0,1	0,9
	1966	9,2	10,7	1,1	21,0	5,7	15,2	0,5	-0,4
Danimarca	1964	16,0		5,7	21,7	4,2	17,7	2,1	-2,3
	1965	16,0		5,5	21,5	4,3	17,6	1,6	-2,0
	1966				21,6	4,4	17,3	1,2	-1,3
Finlandia	1964	7,6	11,9	7,4	26,9	5,3	19,3	4,6	-2,4
	1965	8,2	11,4	7,4	27,0	5,6	19,8	3,9	-2,3
	1966	7,0	11,4	7,2	25,6	5,5	19,7	2,4	-2,0
Francia	1964	9,3	8,1	4,0	21,4	5,8	14,9	1,9	-1,1
	1965	9,6	8,2	4,0	21,8	5,6	15,0	0,4	-0,1
	1966	9,5	8,3	4,1	21,9	6,3	15,4	1,0	-0,7
Germania	1964	8,3 ²	11,8	7,7	27,8	6,3	20,1	1,1	0,3
	1965	9,2 ²	11,3	6,2	26,7	6,0	20,5	1,5	-1,3
	1966	8,7 ²	11,2	6,3	26,2	6,0	19,6	0,2	0,4
Italia	1964	19,8		3,8	23,6	7,7	14,1	0,6	1,2
	1965	22,6		0,9	23,5	6,8	12,1	0,7	3,9
	1966	22,5		0,7	23,2	6,2	12,2	1,2	3,6
Norvegia	1964	20,7		6,4	27,1	4,1	23,8	0,4	-1,2
	1965	22,4		6,1	28,5	4,0	24,6	1,4	-1,5
	1966	21,9		6,4	28,3	3,9	24,6	1,5	-1,7
Paesi Bassi	1964	9,8	12,7	4,0	26,5	4,5	20,4	2,7	-1,1
	1965	9,8	11,9	4,2	25,9	4,9	19,6	1,3	0,1
	1966	9,7	12,0	4,2	25,9	5,0	20,0	2,0	-1,1
Regno Unito	1964	5,8	10,7	2,5	18,4 ¹	3,7	14,0	1,9	-1,2
	1965	5,7	10,4	3,4	18,6 ¹	3,7	14,1	1,1	-0,3
	1966	5,1	9,2	4,4	18,1 ¹	3,5	14,1	0,7	-0,2
Svezia	1964	8,4	6,6	9,1	24,1	5,7	17,3	1,2	-0,1
	1965	7,0	6,1	10,4	23,5	5,8	17,3	1,9	-1,5
	1966	6,8	15,9		22,7	5,3	17,6	0,9	-1,1
Svizzera	1964	8,9	13,1	5,5	27,5	7,6	21,9	1,4	-3,4
	1965	9,7	13,2	5,1	28,0	7,1	20,6	0,8	-0,5
	1966	9,0	18,9		27,9	6,7	20,0	0,7	0,5
Stati Uniti	1964	7,4	8,7	2,8 ³	18,7 ¹	4,5 ³	12,6 ³	0,7	0,9
	1965	7,2	8,8	3,6 ³	19,4 ¹	4,2 ³	13,3 ³	1,3	0,6
	1966	7,0	8,7	3,6 ³	19,2 ¹	3,6 ³	13,8 ³	1,6	0,2
Canada	1964	4,3	14,9	3,8	23,0 ¹	4,3	18,8	0,8	-0,9
	1965	5,6	14,0	4,7	24,3 ¹	4,1	20,6	1,8	-2,2
	1966	6,0	13,4	5,1	25,0 ¹	3,8	22,0	1,7	-1,9
Giappone	1964	11,9	16,4	7,7	36,2 ¹	5,6	27,2	4,0	-0,6
	1965	12,6	15,5	7,6	34,4 ¹	6,0	25,3	2,0	1,1
	1966 ⁴	8,3	16,7	8,4	33,3 ¹	6,4	26,6	-0,8	1,1

¹ Incluso un errore residuo. ² Compresi gli ammortamenti dell'edilizia di tipo residenziale. ³ Compresa, come elemento tanto del risparmio quanto degli investimenti, l'edilizia pubblica di tipo civile. ⁴ Gennaio-settembre.

1965, in correlazione con quanto era avvenuto negli Stati Uniti, il saggio di sconto è stato elevato dal 4,25 al 4,75 %, ma, a differenza degli Stati Uniti, esso è stato di nuovo aumentato al 5,25 % nei primi giorni di marzo, alla vigilia della presentazione del nuovo bilancio. Durante questi mesi, inoltre, la liquidità del sistema bancario è stata tenuta sotto pressione mediante la manovra del debito pubblico e operazioni di mercato aperto, mentre si è verificato un aumento del volume delle

obbligazioni governative a più lungo termine, esclusi i depositi governativi nelle mani di residenti non bancari. La proporzione di attività liquide delle banche autorizzate, che ha seguito una tendenza decrescente fin dall'ultimo periodo del 1963, ha continuato a contrarsi fino al giugno 1966.

Verso la metà dell'anno, la domanda globale ha mostrato segni di flessione, ma nei mesi estivi, tuttavia, gli sviluppi finanziari internazionali hanno agito in modo da mantenere tese in Canada le condizioni monetarie. La banca centrale, anche se per ragioni esterne non ha potuto interamente eliminare queste tendenze, ha cercato di mitigarle, fornendo un valido sostegno in luglio e agosto al mercato delle obbligazioni. Il rendimento medio delle obbligazioni governative a lungo termine ha raggiunto, verso la fine di agosto, un massimo di quasi il 6% che rappresenta un punto intero al di sopra del livello del gennaio 1965, cioè del momento in cui iniziò il movimento ascendente.

In ogni modo, gli interventi delle autorità monetarie sono serviti, dalla metà del 1966 in poi, ad ampliare la liquidità bancaria e la disponibilità di credito. Pur in presenza di più alti oneri per interessi, è ripresa l'espansione del credito e i prestiti complessivi delle banche autorizzate sono cresciuti, nel secondo semestre, al saggio di incremento annuo del 9%. Anche la liquidità del sistema bancario ha avuto un miglioramento, dovuto in parte all'aumento del fabbisogno finanziario del governo, il quale è stato coperto in certa misura con acquisti di titoli governativi da parte della banca centrale. Dalla fine dell'estate, il credito bancario al settore privato e alle autorità locali si è fortemente sviluppato, mentre la produzione industriale ha fatto ulteriori progressi. Il capovolgimento delle condizioni di mercato verificatosi in settembre negli Stati Uniti e nel Canada ha consolidato questo andamento, anche se lo scarto nei saggi d'interesse a lungo termine in favore del Canada ha mostrato la tendenza ad ampliarsi fino alla fine dell'anno.

Nel 1966, tanto le banche autorizzate, quanto gli altri istituti finanziari hanno visto i loro depositi crescere ad un ritmo meno sostenuto, poichè il più alto livello degli interessi sul mercato dei capitali ha inasprito la concorrenza nella raccolta di fondi. Come negli Stati Uniti, le restrizioni creditizie hanno inciso con particolare severità sul settore dell'edilizia residenziale e le trascrizioni ipotecarie nella seconda metà dell'anno sono state quasi di un terzo inferiori a quelle del 1965. Durante l'intero anno il settore delle società non finanziarie ha sensibilmente ridotto il ricorso netto ai prestiti bancari e di altra natura — e in misura minore alle nuove emissioni di capitali — ma questo ridotto afflusso di fondi è stato in parte compensato da un forte incremento degli investimenti diretti di non residenti. La flessione delle nuove emissioni da parte di società è stata ampiamente compensata dalla notevole espansione di quelle lanciate dalle autorità centrali e locali, sicchè i fondi netti in tal modo raccolti nel 1966 sono aumentati di circa \$750 milioni fino a superare \$2,7 miliardi. L'entrata in vigore del piano nazionale delle pensioni è stato un altro avvenimento importante dello scorso anno. I contributi complessivi, pari a circa \$530 milioni, sono stati in gran parte prestati alle province per finanziare le loro spese in rapida espansione.

Verso la fine dell'anno e all'inizio del 1967 le condizioni creditizie sono ulteriormente migliorate in concomitanza con la diminuzione del livello dei saggi

d'interesse sui mercati internazionali. Poichè l'investimento privato si mantiene debole tanto nel settore degli impianti e attrezzature, quanto in quello dell'edilizia, la Banca del Canada ha agito nel senso di accrescere la liquidità bancaria. Alla fine del gennaio 1967 il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto dal 5,25 % al 5 % e in aprile, in coincidenza con la riduzione effettuata negli Stati Uniti, è stato portato al 4,5 %. Alla fine della primavera, per stimolare gli investimenti, sono state eliminate alcune misure restrittive introdotte con il bilancio del marzo 1966. Nel maggio è entrata in vigore la nuova legge bancaria, dalla quale potranno derivare un aumento della concorrenza fra gli istituti finanziari e una maggiore partecipazione delle banche al credito ipotecario.

Regno Unito. Secondo le linee generali elaborate nella primavera del 1966, l'azione governativa ha comportato la necessità di fare importante e continuo assegnamento, almeno fino all'autunno, sulle restrizioni monetarie. Il bilancio di maggio, sebbene congegnato in modo da produrre, grazie a maggiori entrate, un avanzo notevolmente più ampio, avrebbe potuto esercitare i suoi effetti principali soltanto più avanti nell'anno, quando sarebbe entrata in vigore l'imposta selettiva sull'occupazione. Inoltre la politica dei redditi, tuttora articolata su limitazioni volontarie in condizioni di domanda sostenuta, non stava dando i risultati che sarebbero stati necessari.

Nel febbraio 1966 sono state ulteriormente rafforzate le restrizioni quantitative sul credito in sterline al settore privato. Mentre per il periodo di un anno, fino al marzo 1966, le banche affiliate alla stanza di compensazione erano state invitate a contenere nei limiti del 5 % l'aumento delle anticipazioni, successivamente è stato loro richiesto di considerare, fino a nuovo avviso, il livello fissato per marzo come un limite superiore, a prescindere da oscillazioni stagionali. Come già in precedenti occasioni e in termini più generali, si è fatto appello anche agli altri istituti bancari e finanziari affinché limitino i loro impieghi; inoltre è stato di nuovo raccomandato di dare la preferenza ai crediti per esportazioni e per investimenti produttivi. Quasi nello stesso tempo sono stati inaspriti i termini per le vendite a rate: il periodo massimo di dilazione nei pagamenti è stato fissato in ventisette mesi per le automobili e in ventiquattro per la maggior parte degli altri beni, mentre l'ammontare minimo dell'acconto è stato generalmente stabilito pari al 25 %.

In conseguenza di queste misure il credito al consumo si è leggermente contratto nella prima metà del 1966; tuttavia, gli effetti di tali provvedimenti sul consumo, qualunque siano potuti essere, sono stati annullati dalla continua, rapida espansione del reddito personale disponibile. Gli investimenti del settore privato, inoltre, pur mostrando una certa stasi nel loro sviluppo, sono rimasti ad un alto livello e ciò è stato agevolato in parte dall'utilizzo dei residui margini d'espansione del credito bancario. Fra il novembre 1965 e il maggio 1966 le anticipazioni all'industria manifatturiera, all'edilizia e ai lavori in appalto, nonché al commercio al dettaglio sono aumentate, su base rettificata, di quasi il 5 %. In aggiunta, le imprese si sono rivolte con sempre maggiore frequenza al mercato dei capitali, dove le emissioni nette delle industrie nazionalizzate sono salite nei primi sei mesi del 1966 fino a quasi £ 400 milioni da meno di £ 300 milioni del

precedente semestre. In considerazione dell'ampiezza della spesa pubblica — effettuata in buona parte per investimenti produttivi delle industrie nazionalizzate sulle quali la politica creditizia non poteva esercitare una reale influenza — il mondo degli affari ha continuato a mostrare un notevole senso di fiducia.

In conclusione, la politica monetaria ha contribuito a limitare l'espansione della domanda del settore privato, ma in effetti ha potuto fare ben poco per ridurla e tanto meno per comprimere la domanda globale.

Le misure monetarie adottate nel quadro del programma di emergenza del luglio sono state dirette sia ad inasprire le restrizioni creditizie interne che a controbilanciare i precedenti aumenti dei saggi d'interesse all'estero. Per prima cosa le autorità hanno annunciato che l'attuale limite posto al credito bancario sarebbe rimasto invariato fino al marzo 1967, e successivamente fino a nuovo avviso; hanno inoltre avvertito che non sarebbe stata accordata alcuna facilitazione speciale di credito per agevolare il pagamento dell'imposta selettiva sull'occupazione in vigore dal settembre. Poco dopo, il 14 luglio, il saggio ufficiale di sconto è stato portato dal 6 al 7% e sono stati raddoppiati gli speciali depositi obbligatori delle banche londinesi affiliate alla stanza di compensazione e delle banche scozzesi. In più sono state di nuovo aggravate le condizioni delle vendite a rate, soprattutto mediante un forte aumento dell'importo minimo da versare al momento dell'acquisto.

Maggiormente significativi, in una prospettiva a più lunga scadenza, sono stati i provvedimenti di politica fiscale, di bilancio e dei redditi (vedasi pagina 14). Insieme con l'imposta selettiva sull'occupazione, queste misure sono state dirette a frenare l'inflazione indotta dai costi, a incrementare la produttività e ad elevare, mediante il contenimento dei consumi, il saggio di formazione del risparmio nazionale. Esse hanno creato l'aspettativa che ogni possibile flessione negli investimenti privati sarebbe stata temporanea e comunque sempre meno grave di quella che si sarebbe avuta se si fosse insistito esclusivamente sulle restrizioni del credito.

L'incidenza sulla struttura del risparmio e degli investimenti che queste misure si proponevano può essere desunta dal più ampio contesto degli sviluppi verificatisi negli ultimi tre anni. Dal 1963 al 1966 gli investimenti fissi del settore pubblico sono aumentati, in termini monetari, di oltre il 45% fino a raggiungere £3.115 milioni, e quelli del settore privato del 25% fino a £3.485 milioni. Nell'ambito del settore privato questo incremento è stato per le società di circa il 30% e per le aziende individuali del 10% a un dipresso. Si può osservare che il risparmio del settore pubblico ha avuto un'espansione ancora più rapida passando da un livello equivalente al 48% degli investimenti fissi del settore nel 1963 ad uno del 73% nel 1966. L'incremento del risparmio pubblico si è attuato a scapito dei consumi piuttosto che del risparmio nel settore privato, dal momento che il risparmio complessivo dei due settori, fra il 1963 e il 1966, è salito dal 18,8 al 21,4% del prodotto nazionale lordo. Nonostante la forte espansione degli investimenti pubblici, le spese fisse delle società private sono passate nello stesso periodo dal 7,2 al 7,9% del prodotto nazionale lordo.

Nonostante questi sviluppi, rimane incontrovertibile il fatto che, per la maggior parte del periodo 1963-66, si è lasciato che gli investimenti lordi interni

Regno Unito: Risparmio e investimenti fissi, per settore.

Voci	Anni	Settore privato			Settore pubblico				Totale complessivo
		Persone fisiche	Imprese	Totale	Industrie nazionalizzate	Governo	Autorità locali	Totale	
milioni di sterline, a prezzi di mercato									
Risparmio	1963	1.590	2.410	4.000	530	225	265	1.020	5.020
	1964	1.815	2.640	4.455	590	485	330	1.405	5.860
	1965	1.880	3.190	5.070	660	890	310	1.860	6.930
	1966	1.890	2.675	4.565	640	1.190	455	2.285	6.850
Investimenti fissi .	1963	860	1.915	2.775	1.025	225	880	2.130	4.905
	1964	900	2.365	3.265	1.190	280	1.115	2.585	5.850
	1965	1.010	2.475	3.485	1.295	305	1.205	2.805	6.290
	1966	955	2.530	3.485	1.450	340	1.325	3.115	6.600
in per cento del prodotto nazionale lordo, al costo dei fattori									
Risparmio	1963	6,0	9,0	15,0	2,0	0,8	1,0	3,8	18,8
	1964	6,3	9,2	15,5	2,1	1,7	1,1	4,9	20,4
	1965	6,1	10,5	16,6	2,2	2,9	1,0	6,1	22,7
	1966	5,9	8,4	14,3	2,0	3,7	1,4	7,1	21,4
Investimenti fissi .	1963	3,2	7,2	10,4	3,8	0,9	3,3	8,0	18,4
	1964	3,1	8,3	11,4	4,1	1,0	3,9	9,0	20,4
	1965	3,3	8,1	11,4	4,2	1,0	4,0	9,2	20,6
	1966	3,0	7,9	10,9	4,5	1,1	4,1	9,7	20,6

(compresi quelli in scorte) crescessero troppo rapidamente rispetto all'incremento del risparmio nazionale: la conseguenza è stata l'inflazione all'interno e il peggioramento degli investimenti netti esteri. Perciò, quando si rovescerà l'attuale tendenza decrescente degli investimenti privati, sarà importante ridimensionare quelli pubblici per evitare il rinnovarsi di pressioni sulla capacità produttiva.

Nel clima di maggiore contenimento che ha prevalso all'interno dopo luglio, la politica creditizia è rimasta generalmente la stessa. Tuttavia, grazie al fatto che il contenimento veniva ora attuato maggiormente con altri strumenti e che la domanda privata si trovava in fase recessiva, il programma di controllo diretto del credito ha cessato di esercitare un'azione restrittiva nei confronti dei prenditori di prestiti di carattere prioritario. Esso comunque ha continuato a trovare applicazione in maniera selettiva ed in tal modo ha contribuito a scongiurare il pericolo che la capacità produttiva divenuta disponibile fosse immediatamente riassorbita da altre attività di importanza meno essenziale. Inoltre, poichè il mercato della carta di prim'ordine stava recuperando vivacità, le autorità hanno effettuato cospicue vendite di titoli facendone anche diminuire gradualmente i rendimenti.

Nel 1966 le anticipazioni del sistema bancario (in tutte le valute) a residenti del Regno Unito sono aumentate soltanto di £22 milioni, contro un aumento di £425 milioni, o del 6,5%, nel 1965. La destinazione del credito ha corrisposto, grosso modo, alle raccomandazioni ufficiali. I depositi dei residenti hanno fatto registrare un'espansione soltanto del 3% (nel 1965 fu del 7,5%) che rimane, peraltro, ancora notevole se confrontata con l'incremento delle anticipazioni. La differenza è dovuta essenzialmente alla riduzione di circa £260 milioni nelle passività nette del settore bancario verso non residenti: questo fenomeno è stato originato dall'attrazione che hanno esercitato per buona parte del-

L'anno i saggi d'interesse a breve per il dollaro e il clima di scarsa fiducia diffusosi intorno alla sterlina.

Il rendiconto del Tesoro per l'anno civile 1966 mostra un sensibile miglioramento nelle entrate, ampiamente neutralizzato però da un'ulteriore crescita dei prestiti del debito consolidato specialmente per investimenti delle industrie nazionalizzate e delle autorità locali. Il fabbisogno finanziario complessivo è sceso a £531 milioni, riducendosi di £66 milioni. Le operazioni con l'estero del Tesoro — principalmente cessioni ufficiali di divise e assistenza a breve da parte di autorità monetarie straniere — hanno concorso a coprire questo disavanzo per £462 milioni (£118 milioni nel 1965). Di conseguenza, l'indebitamento all'interno è stato limitato a soli £69 milioni contro £479 milioni l'anno prima. I titoli del debito pubblico di qualsiasi specie detenuti da residenti al di fuori del sistema bancario sono diminuiti di £52 milioni, dopo essere aumentati di £171 milioni nel 1965. Nonostante le condizioni più remunerative, i ritiri netti di fondi investiti in titoli di risparmio nazionale sono stati particolarmente pesanti. Il ricorso al credito bancario si è ridotto da £308 milioni nel 1965 a £121 milioni nel 1966. Questo indebitamento inoltre ha avuto luogo in gran parte in forma non liquida: l'aumento dei depositi speciali ha procurato £100 milioni, mentre le banche hanno sottoscritto titoli governativi per £119 milioni e certificati d'imposta per £85 milioni; i buoni del Tesoro nel portafoglio delle banche sono diminuiti di £209 milioni. Queste variazioni hanno permesso di assorbire il forte aumento della liquidità del sistema bancario che era stato provocato, dopo luglio, dalla riduzione delle anticipazioni.

La politica di finanziamento del Tesoro è stata influenzata in larga misura dall'andamento del mercato dei capitali. Le emissioni nette delle società non finanziarie sono aumentate nel 1966 del 40% raggiungendo £566 milioni; in particolare le industrie manifatturiere, e soprattutto il settore chimico, hanno ampliato le loro emissioni di oltre il 60%. Gli istituti finanziari hanno raccolto £120 milioni contro soli £38 milioni del 1965 e le autorità locali £189 milioni, cioè un importo che, pur essendo inferiore del 10% a quello dell'anno precedente, rimane sempre molto elevato. Il totale netto delle nuove emissioni, pari a £859 milioni, si è concentrato per quasi il 40% nei primi tre mesi dell'anno, con pregiudizio del mercato delle obbligazioni governative. Alla fine dell'anno, tuttavia, con l'attenuarsi della pressione da parte degli altri prenditori di prestiti, i titoli di prim'ordine hanno avuto un forte recupero e nell'ultimo trimestre le vendite nette al pubblico hanno raggiunto £410 milioni, facendo salire, per l'anno nel suo complesso, a £229 milioni l'indebitamento totale del Tesoro.

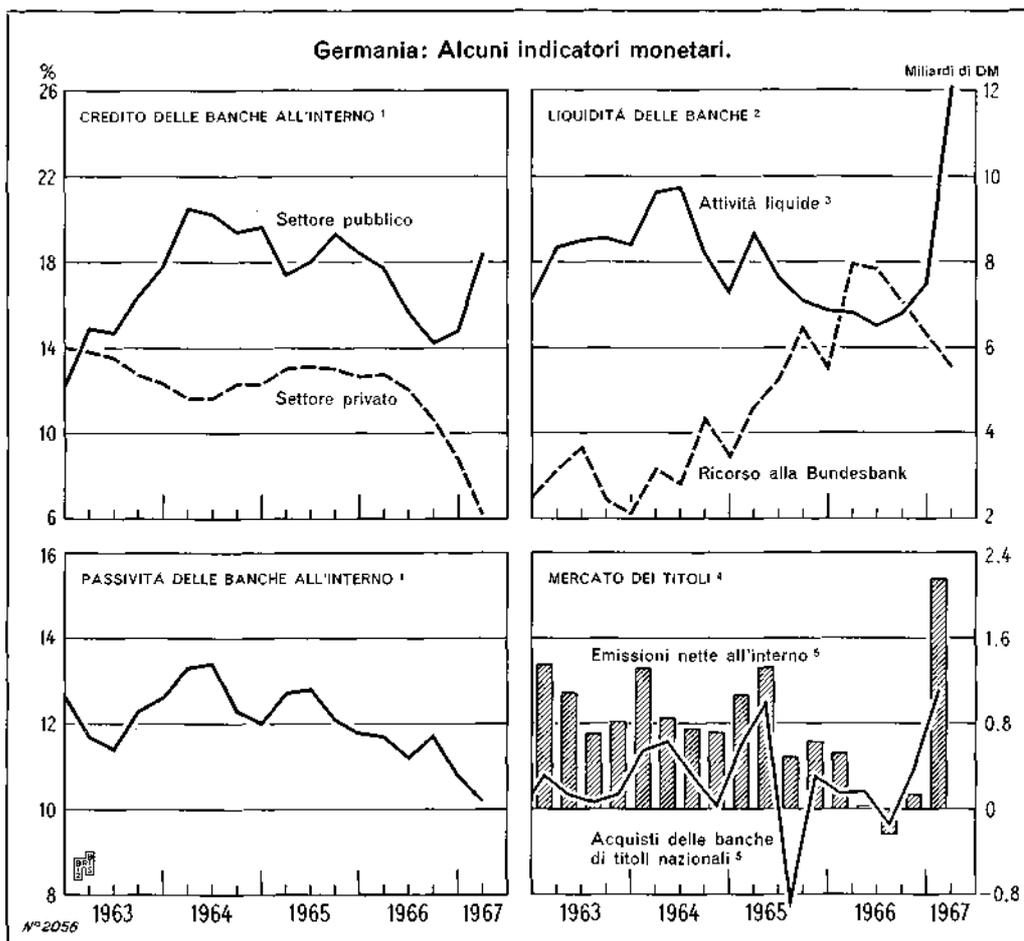
L'adozione di una politica monetaria meno severa negli Stati Uniti alla fine del 1966 e la correlativa tendenza verso più bassi saggi d'interesse a breve in Europa hanno reso possibile, nei primi cinque mesi del corrente anno, la riduzione di un punto e mezzo del saggio ufficiale di sconto del Regno Unito. Questa manovra ha conferito maggior vigore al mercato dei titoli di prim'ordine, il quale, se sarà sostenuto potrà in certa misura facilitare la soluzione del considerevole problema di finanziamento posto dal recente bilancio per l'anno fiscale 1967. Poichè non vi sarà aumento nei proventi netti da nuove imposte, la prevista riduzione di £100 milioni nell'eccedenza delle entrate rispetto alle uscite e l'aumento dei prestiti del

governo per un importo analogo faranno salire il fabbisogno finanziario del Tesoro a £943 milioni contro £740 milioni del 1966-67. Inoltre, il saldo attivo previsto nella bilancia dei pagamenti britannica e il rimborso dei prestiti contratti con il F.M.I. e con la Svizzera fanno ritenere che il Tesoro dovrà aumentare sensibilmente il suo indebitamento all'interno. E' pertanto possibile che si debbano fare sforzi per evitare che il governo sia costretto a rivolgersi in misura eccessiva al sistema bancario. In ogni caso, l'incidenza dell'indebitamento del Tesoro sull'espansione monetaria verrà corretta mediante la prosecuzione dei controlli sul credito, attuati con direttive ufficiali sulla destinazione dei prestiti, nonché con l'impiego del meccanismo dei depositi speciali per le banche affiliate alla stanza di compensazione e per quelle scozzesi, che dal 12 aprile sono dispensate dall'obbligo di osservare il limite delle anticipazioni. Le altre banche e gli istituti per il finanziamento delle vendite rateali, invece, sono ancora tenuti a rispettare questo limite (in attesa che vengano elaborati altri provvedimenti) e ad osservare le direttive sul credito.

Germania. Il progressivo intensificarsi della stretta monetaria a partire dall'estate 1964 non ha dato luogo al contrasto tra i vari obiettivi della politica economica da seguire, che si era verificato in precedenti occasioni. Poichè alle pressioni inflazionistiche interne si è accompagnato un saldo passivo nei conti con l'estero, non si è profilato il noto pericolo che gli afflussi di capitali potessero avere una funzione disequilibratrice. Si è tuttavia presentata la necessità di una scelta. I bilanci del settore pubblico, anzichè compensare gli effetti della domanda privata in eccesso, hanno essi stessi contribuito ad aumentare le pressioni della domanda e, indirettamente, a provocare l'inflazione dei costi. Inevitabilmente, poi, gli operatori nazionali, contraendo prestiti all'estero, hanno eluso gli effetti delle restrizioni creditizie. In queste circostanze il controllo dell'inflazione attraverso la politica monetaria ha portato a saggi d'interesse sempre più elevati, la qual cosa comporta sempre il rischio di un improvviso capovolgimento nelle aspettative dei privati in materia di redditività degli investimenti.

Nei primi mesi del 1966 la domanda di fondi ha continuato ad essere sostenuta, mentre i mercati del credito hanno subito ulteriori restrizioni. In diverse occasioni la Bundesbank ha elevato il saggio per le proprie operazioni in titoli del mercato monetario e in maggio ha portato il saggio ufficiale di sconto dal 4 al 5% e l'interesse per le anticipazioni garantite dal 5 al 6,25%, dopo che erano notevolmente aumentati i livelli degli interessi sia all'estero che all'interno. Sempre in maggio è stata applicata la seconda fase della riduzione delle quote di risconto e sono stati così assorbiti DM 1,3 miliardi di facilitazioni creditizie non utilizzate.

Nei primi sei mesi del 1966 il processo di formazione dei depositi e l'espansione del credito bancario sono notevolmente rallentati. In questo periodo i depositi delle aziende di credito sono aumentati soltanto di DM 9,4 miliardi contro DM 12,6 miliardi nell'anno precedente, a causa soprattutto della battuta d'arresto nell'andamento dei depositi a vista. Le condizioni del mercato finanziario decisamente sfavorevoli hanno inoltre indotto gli istituti di credito a contenere nei limiti di circa DM 3 miliardi le proprie emissioni obbligazionarie, che nello stesso periodo del 1965 erano ascese a DM 6,1 miliardi. Entro certi limiti, alla minore dinamica



¹ Variazioni percentuali rispetto al trimestre corrispondente dell'anno precedente. ² Fine trimestre, in miliardi di DM. ³ Carta del mercato monetario nazionale e attività liquide estere. ⁴ Dati trimestrali, in miliardi di DM. ⁵ Esclusi emissioni ed acquisti di obbligazioni bancarie.

delle operazioni di provvista ha corrisposto una più moderata espansione degli impieghi, che sono scesi a DM 14,7 miliardi da DM 16,5 miliardi nel primo semestre del 1965. Nell'ambito di questo importo, comunque, il credito al settore privato ha continuato a svilupparsi notevolmente e il suo aumento, che ha permesso di raggiungere DM 12,5 miliardi, è stato uguale a quello del 1965. D'altra parte il credito al settore pubblico è diminuito nella prima metà del 1966 - DM 1,8 miliardi contro DM 2,6 miliardi del corrispondente periodo del 1965 - principalmente in seguito al miglioramento del bilancio di cassa del governo centrale e dei Länder. In parte ciò può essere avvenuto nel quadro di una deliberata azione orientata in senso restrittivo, ma sembra anche che al contenimento della spesa pubblica abbiano contribuito le difficoltà di accesso al credito e il suo alto costo. Infine, di fronte alla crescente tensione nella loro liquidità, le banche hanno limitato a meno di DM 300 milioni gli acquisti di titoli che nella prima metà del 1965 erano invece ammontati a DM 1.580 milioni.

Per effetto di forze autonome e nello stesso tempo a causa dell'aumento delle aliquote per riserve obbligatorie, nella prima metà del 1966 è stata assorbita

liquidità bancaria per quasi DM 3,1 miliardi, che si sono aggiunti all'ammontare di oltre DM 6,1 miliardi di liquidità già sterilizzata nei precedenti diciotto mesi. I maggiori drenaggi sono stati provocati dal saldo passivo nei conti con l'estero, ancora cospicuo nel primo trimestre, e dall'aumento dei depositi delle autorità pubbliche presso la banca centrale. Gli istituti di credito hanno attinto i mezzi liquidi loro necessari soprattutto a fonti interne, prendendo a prestito dalla banca centrale circa DM 2,6 miliardi e cedendo ad essa carta del mercato monetario per un valore di quasi DM 0,5 miliardi.

Il mercato delle nuove emissioni, dopo il notevole indebolimento del 1965, ha dato segni di progressiva crisi nella prima metà del 1966. Il rendimento delle obbligazioni delle autorità pubbliche è passato fra il 1964 e la fine del 1965 da una media del 6,2 al 7,7% e successivamente ha continuato a salire in maniera costante fino a raggiungere, nel giugno 1966, l'8,4%. Nel periodo gennaio-giugno le nuove emissioni obbligazionarie all'interno sono state pari a soli DM 3,2 miliardi contro DM 7,8 miliardi nel corrispondente periodo del 1965. I minori acquisti delle banche e la loro riluttanza ad accedere al mercato con proprie emissioni forniscono una qualche spiegazione di questa flessione. In un certo senso, però, le cifre non danno una visione completa, perchè i prestiti diretti a medio e lungo termine da parte delle compagnie di assicurazione e di altre istituzioni non bancarie sono fortemente aumentati ed hanno preso il posto dei precedenti acquisti di obbligazioni sul mercato. Le autorità pubbliche, in base ad un piano volontario di razionamento, hanno inoltre limitato il loro ricorso alle emissioni di titoli. Un'ultima considerazione, ma non meno importante: la massa del pubblico è rimasta al margine del mercato, in parte a causa dei minori risparmi familiari e in parte perchè c'era l'aspettativa di un aumento dei saggi d'interesse.

In termini di domanda finale, il punto di svolta decisivo sembra essersi verificato all'inizio dell'estate del 1966; da questo momento le restrizioni sul mercato del credito hanno dato l'avvio a una flessione degli investimenti privati fissi. Nei mesi successivi il deciso ritorno all'attivo della bilancia dei pagamenti, insieme con il rallentamento della domanda di credito, ha determinato un completo capovolgimento nell'andamento della liquidità bancaria. Tuttavia, poichè le banche hanno utilizzato largamente i mezzi liquidi addizionali per rimborsare debiti con la Bundesbank, le condizioni nei mercati del credito e dei capitali si sono modificate con una certa lentezza.

La domanda di credito bancario da parte del settore privato si è ridotta nel secondo semestre del 1966 a DM 6,6 miliardi, risultando pari a poco più della metà dei fondi mutuati (DM 12,4 miliardi) nello stesso periodo del 1965. D'altro canto, le autorità pubbliche hanno esteso il loro indebitamento da DM 4,3 miliardi del precedente periodo a DM 4,7 miliardi. Nella cifra del 1966 è però compreso l'importo di DM 1 miliardo raccolto alla fine dell'anno allo scopo di finanziare i pagamenti in divise dovuti agli Stati Uniti a titolo di compensazione delle spese militari in Germania. I depositi presso gli istituti di credito sono aumentati nel secondo semestre di DM 19,1 miliardi, cioè in misura leggermente superiore che nell'anno prima. Il portafoglio titoli delle banche è cresciuto di DM 220 milioni, mentre nella seconda metà del 1965 aveva subito una diminuzione di DM 580 milioni. In complesso, nel secondo semestre del 1966 la liquidità del sistema ban-

cario, per l'azione di forze autonome del mercato, ha avuto un'espansione di DM 2.850 milioni; di questi, circa DM 1.850 milioni sono stati utilizzati per rimborsare i crediti della banca centrale, mentre quasi tutto il rimanente è stato impiegato all'estero.

Nel periodo luglio-dicembre l'importo delle nuove emissioni obbligazionarie, pari a DM 2,3 miliardi, si è uguagliato alla metà di quello dello stesso periodo del 1965. La domanda di fondi è stata tenuta a freno mediante procedure che regolavano la distribuzione delle emissioni nel tempo e attraverso accordi fra le autorità pubbliche. Sul lato dell'offerta, gli acquisti di obbligazioni da parte delle banche sono rimasti modesti, mentre il grosso del pubblico, data la diffusa incertezza, ha continuato a manifestare una spiccata preferenza per la liquidità. In luglio e agosto il rendimento dei titoli delle autorità pubbliche è ulteriormente salito all'8,6%, ma da allora fino a novembre ha cominciato a diminuire lentamente ed in dicembre è caduto di mezzo punto al livello del 7,7%.

Verso la fine dell'anno la domanda era considerevolmente indebolita, la situazione di fondo del bilancio era migliorata e il saldo attivo nei conti con l'estero era cospicuo e minacciava di divenirlo ancora di più. In queste circostanze la Bundesbank ha imboccato la strada di un'attiva politica monetaria in senso espansionistico. All'inizio di dicembre, dapprima come misura temporanea di fine anno, le riserve obbligatorie per i depositi a vista e vincolati sono state ridotte del 9%. Contemporaneamente, per attirare un maggior volume di fondi sul mercato interno, la Bundesbank ha sospeso, con decorrenza dal 1° gennaio, la disposizione che esenta dall'obbligo di riserva le passività delle banche verso non residenti, quando abbiano come contropartita attività a breve sull'estero. Per rendere meno oneroso questo provvedimento, la suddetta riduzione delle riserve obbligatorie è stata resa permanente. Il 6 gennaio 1967 il saggio ufficiale di sconto è stato abbassato dal 5 al 4,5% e l'interesse sulle anticipazioni garantite dal 6,25 a 5,5%. Con decorrenza dal 1° febbraio le riserve obbligatorie per le passività verso non residenti sono state ridotte dal massimo legale alla misura delle aliquote applicabili per le passività verso residenti. Il 17 febbraio il saggio ufficiale è stato ridotto di un altro mezzo punto, al 4%, e le aliquote delle riserve obbligatorie sono state tutte diminuite del 10%. In seguito alla riduzione del saggio ufficiale degli Stati Uniti nel mese di aprile, la Bundesbank ha abbassato ancora una volta il proprio saggio al 3,5% e dal maggio le riserve obbligatorie sono state decurtate di un altro 5%; il giorno 12 dello stesso mese, infine, il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto al 3%.

Il ritorno ad una politica monetaria di larghezza e in particolare la riduzione dei saggi d'interesse sono stati attuati in armonia con gli sviluppi internazionali. Poichè i livelli dei saggi d'interesse prevalenti in altri paesi costituivano un elemento condizionatore dell'azione della Bundesbank, questa ha proceduto con cautela nell'abbassare i propri livelli. Come riforma di carattere strutturale, la Bundesbank ha acconsentito in marzo ad abolire completamente il sistema dei saggi d'interesse massimi per i crediti bancari e per i depositi. Sul mercato obbligazionario i rendimenti sono ulteriormente diminuiti nei primi mesi del 1967 e in aprile le autorità sono passate nelle loro emissioni da un saggio nominale del 7% ad uno del 6,5%. In una certa misura, la ripresa della domanda sarà stimolata dagli interventi anticiclici descritti a pagina 13, fra i quali sono compresi gli au-

menti della spesa governativa da finanziarsi con il ricorso al credito a breve. Più generalmente, dato il clima di larghezza nella concessione del credito, ci si attende più avanti nell'anno anche una certa ripresa autonoma della domanda.

Paesi Bassi. Negli anni 1963-66 i Paesi Bassi hanno sperimentato un netto aggiustamento verso l'alto dei costi e dei prezzi, accompagnato da un moderato peggioramento della bilancia dei pagamenti e, a partire dallo scorso anno, anche da difficoltà in settori industriali strutturalmente deboli. La forte espansione dei salari, delle spese delle autorità centrali e locali e degli investimenti nel settore dell'edilizia e nell'industria ha costituito l'esca della fiammata inflazionistica. Il corso dei saggi d'interesse dà una visione della forza con la quale la insorgente domanda di fondi ha resistito ai tentativi della banca centrale di ridurre la disponibilità di credito. Il rendimento delle obbligazioni industriali, che fra il 1959 e il 1963 aveva oscillato nel ristretto ambito del 3,75-4,5 %, ha raggiunto brusca-mente il 7,5 % nell'estate del 1966. Questo movimento è dipeso, ovviamente, anche dall'innalzamento dei saggi all'estero.

Il fabbisogno finanziario netto del governo, dopo essere passato fra il 1963 e il 1965 da fiorini 310 a 1.040 milioni, ha toccato nel 1966 fiorini 1.620 milioni. Durante lo stesso anno, comunque, il governo è riuscito a migliorare la propria posizione, grazie soprattutto ai tagli nella spesa apportati in maggio, specialmente nel settore degli investimenti pubblici. Nel secondo semestre del 1966 l'espansione delle entrate ha superato, per la prima volta dal 1963, quella delle uscite. Nell'intero anno il governo ha intensificato l'indebitamento a lungo termine, ma la proporzione del fabbisogno netto coperto in questo modo è calata dal 74 al 66 %. E' stata infatti preferita la strada dell'indebitamento a breve, per non sottoporre il mercato dei capitali a ulteriori pressioni. Dopo essere cresciuto di fiorini 570 milioni nel 1965, il credito delle banche al governo è aumentato nel 1966 di fiorini 800 milioni; di questi, una parte considerevole si è rispecchiata in un incremento del debito fluttuante nei confronti della Nederlandsche Bank.

Nel 1964 le necessità finanziarie nette delle autorità locali erano rapidamente cresciute fino a toccare la punta di fiorini 2.220 milioni, ma nei due anni successivi erano diminuite e nel 1966 si sono ridotte a fiorini 1.760 milioni. Questa flessione è derivata essenzialmente dalle limitazioni quantitative imposte all'indebitamento degli enti pubblici. Durante lo scorso anno è stato inoltre consentito alle autorità locali di accedere al mercato dei capitali soltanto per il tramite delle istituzioni centrali di credito pubblico, in primo luogo la Banca delle Municipalità olandesi. La proporzione del fabbisogno netto del settore coperta con mezzi finanziari a lungo termine è diminuita in maniera molto più sensibile di quanto non sia avvenuto per il governo cioè da oltre il 95 % nel 1965 al 61 % nel 1966. Il ricorso al credito bancario e ad altri finanziamenti a breve si è tuttavia concentrato essenzialmente nella prima metà dell'anno, poichè nella seconda i bisogni finanziari del settore si sono ulteriormente ridotti e sono stati quasi completamente coperti con mezzi a lungo termine.

Nei primi mesi del 1966 la domanda di credito bancario del settore privato è stata forte e i prestiti sono infatti aumentati del 10 %, nonostante il fatto che la Nederlandsche Bank avesse fissato al 5 %, per il periodo gennaio-aprile, il limite

dell'incremento del credito a breve da erogare a questo settore. Tale limite equivaleva a tre quarti dell'effettiva espansione avutasi nel corrispondente periodo del 1965. Ciò ha portato in maggio ad un ulteriore inasprimento della politica monetaria. Il saggio ufficiale di sconto è stato elevato dal 4,5 al 5 % e il limite dei prestiti da concedersi è stato ridotto, anche per motivi stagionali, al 4 % per il periodo gennaio-agosto. Poco dopo, la domanda interna ha cominciato a farsi più moderata. Verso la fine dell'estate le richieste di credito bancario a breve si sono ridotte e non hanno mostrato, più avanti nell'anno, la solita ripresa stagionale. Per contro, si sono ampliati nel secondo semestre dell'anno i prestiti a più lungo termine delle banche, i quali, in base alla raccomandazione della banca centrale, dovevano essere tenuti in linea con la disponibilità delle risorse di pari durata.

Nel 1966, più ancora che nel 1965, il processo di formazione dei depositi non ha seguito l'espansione del credito, in parte a causa del saldo passivo della bilancia dei pagamenti e in parte a causa degli alti rendimenti del mercato dei capitali. I prestiti delle banche commerciali sono aumentati di fiorini 1.520 milioni, ossia del 12,5 %, e i depositi totali soltanto di fiorini 690 milioni, cioè del 6 %. In questa situazione le banche hanno alquanto assottigliato i loro portafogli titoli, specialmente nei primi mesi dell'anno, e si sono indebitate in misura piuttosto superiore al normale presso la banca centrale. Cosa ancora più importante, esse hanno ridotto di circa fiorini 380 milioni la loro posizione netta sull'estero. Si può anche notare che il maggiore ricorso delle aziende olandesi al credito commerciale dell'estero non solo ha permesso loro di svincolarsi dalle strette creditizie interne, ma ha anche alleviato le pressioni sulla liquidità bancaria.

I fondi netti ottenuti da residenti sul mercato dei capitali, specialmente sotto forma di prestiti privati e ipotecari, sono ammontati nel 1966 a fiorini 7.130 milioni, facendo registrare un aumento del 2 %, in confronto di quello del 10 % nel 1965. Il settore privato ha potuto raccogliere fondi a lungo termine per un importo di fiorini 4.990 milioni - superando del 17 % quelli raccolti nel 1965 - in seguito alla minore partecipazione delle autorità pubbliche, il cui ricorso al mercato si è ridotto del 21 % scendendo a fiorini 2.140 milioni. La concessione di fondi da parte delle banche e degli istituti di risparmio si è contratta del 28 %, a fiorini 1.660 milioni, ma è stata più che compensata dall'espansione dei mezzi finanziari fatti affluire dagli investitori istituzionali e da un'entrata netta alquanto maggiore di capitali esteri per investimenti di portafoglio. La disponibilità di nuovi fondi provenienti dal settore delle imprese e da quello personale, pari a fiorini 1.200 milioni, è stata leggermente minore di quella del 1965, ma ancora superiore di un terzo rispetto al 1964.

Le restrizioni di bilancio e monetarie applicate congiuntamente nel 1966 sembra che abbiano prodotto un'attenuazione delle pressioni inflazionistiche senza pregiudicare seriamente la costante espansione della produzione industriale. I rendimenti delle obbligazioni a lungo termine sono rimasti alti fino a novembre, ma poi sono sensibilmente diminuiti. Il 15 marzo la Nederlandsche Bank ha ridotto il saggio ufficiale di sconto dal 5 al 4,5 % ed ha esonerato temporaneamente le banche dall'obbligo di costituire presso di essa depositi infruttiferi quando concedono credito oltre il limite prescritto. Tale limite è stato fissato per il periodo

gennaio-aprile 1967 al 4% dell'ammontare del credito in essere nell'ultimo trimestre del 1965. Il governo si attende per il 1967 un deficit per i propri finanziamenti dello stesso ordine di grandezza di quello del 1966; in effetti esso sarà più consono alla situazione di quello dello scorso anno, date le migliorate condizioni della domanda. Le autorità locali sono state invitate a contenere, fino a nuovo avviso, l'indebitamento a breve nei limiti del 105% dell'importo registrato nel luglio 1966, mentre continua per esse l'obbligo di provvedere al proprio fabbisogno sul mercato dei capitali a mezzo degli istituti centrali.

Belgio. Alla fine del 1965 e all'inizio del 1966 si è andato delineando con fermezza un rinnovato slancio dell'attività economica. Come misura precauzionale diretta a mantenere l'espansione del credito entro margini non inflazionistici, la Banca nazionale ha raccomandato in aprile agli istituti bancari di contenere nel 1966 l'espansione degli impieghi nei limiti del 12% del livello di fine 1965. Entro questi limiti le banche sono state anche invitate a dare la preferenza ai prestiti per investimenti produttivi e ad osservare una certa cautela nei crediti all'edilizia, al consumo e alla formazione di scorte di carattere speculativo. Inoltre sono state rivolte raccomandazioni affinché le operazioni a medio e lungo termine siano finanziate con risorse di analoga scadenza. Le casse di risparmio, le compagnie di assicurazione sulla vita e gli istituti pubblici di credito hanno continuato a rimanere assoggettati al programma di restrizioni.

La fase di espansione si è dimostrata però di breve durata. A causa del rallentamento delle esportazioni provocato soprattutto dalle misure disinflazionistiche adottate nei paesi limitrofi, in primavera l'attività economica ha cominciato a contrarsi. L'inflazione indotta dai costi è però proseguita e nel maggio ha condotto all'attuazione di un temporaneo blocco dei prezzi. Per contrastare ulteriormente la dilatazione dei costi ed anche per cercare di mantenere i saggi d'interesse interni in linea con quelli esteri, la Banca nazionale ha elevato il 2 giugno il saggio ufficiale di sconto dal 4,75 al 5,25%.

Nel 1966 il disavanzo che si è venuto a formare nella bilancia dei pagamenti di base ha agito in senso restrittivo sulla formazione di attività liquide tramite il sistema bancario. Tuttavia l'espansione del credito da parte delle banche all'interno ha operato in direzione opposta. Il Tesoro ha ampliato il ricorso ai finanziamenti sul mercato monetario, indebitandosi in parte all'estero, e il credito delle banche al settore privato ha subito un andamento accelerato. In tal modo l'aumento della moneta e della quasi moneta per fr.belgi 34 miliardi è stato dell'8,5%, uguagliando quasi quello del 9% del 1965.

Il fabbisogno finanziario netto del Tesoro è diminuito da fr.belgi 22,1 miliardi nel 1965 a fr.belgi 17,1 miliardi nel 1966, grazie in parte all'aumento della imposizione indiretta dall'inizio del 1966 e in parte al freno esercitato sulla spesa. Nel 1965 il Tesoro aveva preso a prestito sul mercato nazionale fr.belgi 26,9 miliardi, dei quali circa due terzi sotto forma di fondi a medio e lungo termine ed aveva utilizzato fr.belgi 4,8 miliardi di tali proventi per ridurre l'esposizione verso l'estero. Ma lo scorso anno, date le tensioni esistenti sui mercati nazionali del credito, esso è tornato a rivolgersi all'estero per il suo fabbisogno di prestiti, pur

continuando ad attingere sul mercato monetario per sopperire in larga misura al suo programma ridotto di indebitamento all'interno.

Il credito bancario al settore privato, in quanto soggetto a un limite quantitativo, si è ampliato del 4,4% nel primo semestre del 1966 e del 15,4% nell'intero anno, contro un incremento del 17% nel 1965. Anche se il limite introdotto in aprile è rimasto in vigore, alla fine di giugno la Banca nazionale ha fatto sapere che avrebbe acconsentito ad un superamento dello stesso qualora ciò avvenisse in relazione a crediti per investimenti fruenti di garanzia o di sovvenzione statale. I prestiti complessivi del sistema bancario al settore privato sono aumentati nel 1966 di fr. belgi 22,4 miliardi, o del 20%, mentre nel 1965 l'incremento era stato del 14,5%. Il vigore della domanda di credito è derivato essenzialmente dalla riduzione dei margini di profitto, provocata dall'indebolimento della domanda finale e dalla continua spinta al rialzo dei salari.

Alla fine del 1966 la Banca nazionale ha prorogato i limiti quantitativi all'erogazione di credito fino alla metà del 1967. A quel momento i prestiti delle banche non dovrebbero superare il 118% del livello di fine 1965. Tuttavia, sono stati ora esclusi esplicitamente dalla limitazione i crediti per investimenti garantiti o sovvenzionati dal governo e così pure i crediti alle esportazioni in forma di accettazioni bancarie. Per introdurre una maggiore larghezza sul mercato monetario e al fine di allineare i livelli degli interessi con quelli prevalenti sui mercati internazionali, il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto, in tre tempi, fra il febbraio e il principio di maggio, dal 5,25 al 4,5%.

Francia. L'azione delle autorità pubbliche nel corso del 1966 è stata volta ad incoraggiare la rinnovata fase ascendente dell'economia senza turbare il livello raggiunto dai prezzi e dai costi negli anni recenti, grazie al programma di stabilizzazione. Questo risultato è stato ottenuto mediante una politica di bilancio e creditizia moderatamente espansionistica, accompagnata dal costante contenimento dei redditi del settore pubblico e della creazione di attività liquide. Durante l'anno i controlli sui prezzi dei beni industriali sono stati alquanto allentati e i prezzi di alcuni prodotti agricoli e dei servizi pubblici sono stati ritoccati verso l'alto.

Il bilancio pubblico, portato nel biennio 1964-65 da un ampio deficit alla posizione di equilibrio, ha nuovamente dato luogo, lo scorso anno, ad un modesto disavanzo di fr. fr. 2 miliardi che è risultato comunque più o meno consono con l'esigenza di promuovere l'espansione economica. In larga misura, siffatto disavanzo è derivato dalle maggiori spese in favore delle imprese nazionalizzate e del sistema di sicurezza sociale; oltre a ciò, esso ha rispecchiato la concessione un credito d'imposta del 10% sui beni strumentali acquistati o commissionati durante l'anno, nonché i maggiori prestiti erogati in favore del Fondo per lo sviluppo economico e sociale.

Sebbene abbia contribuito ad espandere la domanda finale, il deficit di bilancio è stato finanziato in modo da limitare l'aumento della moneta e quasi moneta. Risultato questo che è stato in parte conseguito attraverso l'emissione di un altro prestito nazionale il cui provento, pari a fr. fr. 1,5 miliardi contro fr. fr. 1 miliardo del 1965, è stato utilizzato in gran parte per il finanziamento

del settore industriale. Ancora più importanti per il conseguimento di tale risultato sono stati i fondi, affluiti al Tesoro dai depositi postali e dai conti di corrispondenza. Nel 1966 le operazioni del Tesoro hanno esercitato un effetto restrittivo sulla creazione di liquidità dell'ordine di fr.fr. 1,7 miliardi, mentre nel 1965 esse avevano contribuito all'espansione monetaria nella misura di fr.fr. 0,5 miliardi.

Il deterioramento dei conti con l'estero ha inoltre presentato la tendenza a limitare l'espansione della liquidità. Sebbene deficitaria a partire dalla tarda estate scorsa, la posizione netta del sistema bancario nei confronti dell'estero, che nel 1965 era migliorata di fr.fr. 5,58 miliardi, ha registrato per l'intero 1966 un aumento che, tenuto conto del rimborso di debiti, è stato pari a fr.fr. 2,13 miliardi. D'altro canto, i crediti del sistema bancario (compresa la banca centrale) al settore privato, si sono accresciuti di fr.fr. 15,3 miliardi, ossia del 12,6% contro l'11% del 1965. Questo andamento va in primo luogo attribuito all'ulteriore sviluppo dell'attività economica. Perciò, a seguito dell'azione di contenimento esercitata dalle operazioni di debito pubblico e dalla posizione verso l'estero, l'incremento della moneta e quasi moneta tramite il sistema bancario è ammontato a fr.fr. 19,1 miliardi, pari al 9,7%, che rappresenta un saggio di sviluppo leggermente inferiore al 10% dell'anno precedente.

A causa in parte del rallentamento nello sviluppo della circolazione monetaria, il volume globale dei depositi bancari (compresi quelli a più lunga scadenza) si è dilatato di fr.fr. 13,8 miliardi; l'aumento, che nel 1965 era stato dell'11,8%, è pertanto risultato pari al 12,9%. Nell'ambito di questo totale le attività presso le banche costituite da quasi moneta sono cresciute del 26,5%. Questo risultato è stato conseguito con le misure adottate all'inizio del 1966 per mettere le aziende di credito in condizioni migliori, rispetto alle casse di risparmio, nella raccolta di fondi, sia sotto forma di libretti di deposito sia nel quadro del nuovo programma di edilizia residenziale. D'altro canto, il Tesoro, ricorrendo in misura maggiore alle altre fonti di finanziamento, ha ridotto di circa fr.fr. 3,9 miliardi il proprio indebitamento netto nei confronti del sistema bancario: ciò ha consentito alle banche, unitamente all'elevato saggio di incremento dei depositi, di aumentare di fr.fr. 16,9 miliardi il credito erogato all'economia. Tale espansione è risultata pari al 15,5%, mentre nel 1965 era stata del 13,4%. I crediti a medio termine per l'edilizia e, in misura minore, per l'acquisto di attrezzature hanno avuto un notevole incremento. Le banche hanno fatto ricorso al risconto presso la banca centrale ed altri istituti soltanto per un importo globale di fr.fr. 1,8 miliardi, che è stato inferiore di circa fr.fr. 1 miliardo a quello del 1965.

Il totale del credito concesso da altri istituti finanziari, compresi gli istituti di credito speciale ed il Tesoro, è salito nel 1966 di fr.fr. 18,4 miliardi, ossia del 15,2% contro un incremento del 13,8% nel 1965; ciò è stato reso possibile dalla più ampia erogazione di fondi pubblici da parte del Tesoro, dal più rapido sviluppo dei depositi presso le casse di risparmio e dal maggior ricorso al mercato dei capitali degli istituti di credito speciale.

Le emissioni nette sul mercato dei capitali, ammontate a fr.fr. 12,4 miliardi, hanno appena superato l'importo di fr.fr. 12,2 miliardi raggiunto nel 1965. Su questo totale, le emissioni azionarie, a seguito di un ulteriore deterioramento del

loro mercato, hanno registrato una sensibile contrazione. Comunque, le esigenze di finanziamento del settore industriale hanno potuto essere in larga misura soddisfatte per il tramite degli istituti di credito speciale nonché del Tesoro; cumulativamente, le loro emissioni lorde di obbligazioni, la cui contropartita attiva è rappresentata dalle cifre esposte nel precedente paragrafo, sono salite da fr.fr. 4,7 miliardi nel 1965 a fr.fr. 6,5 miliardi nel 1966. All'incirca verso la metà dell'anno, al fine di stimolare un più ampio afflusso di capitali, le autorità hanno disposto l'aumento di mezzo punto nel saggio d'interesse nominale da corrispondersi sulle obbligazioni di nuova emissione.

I saggi del mercato monetario, maggiormente esposti all'influenza degli sviluppi esterni, sono sensibilmente aumentati: il saggio d'interesse per il denaro alla giornata è salito di oltre un punto fino a raggiungere una media del 5,7% alla fine del 1966. Per tutto l'anno il saggio ufficiale di sconto è stato mantenuto invariato al 3,5% e talvolta le autorità sono intervenute per alleviare le pressioni sul mercato, soprattutto attraverso diverse riduzioni del "coefficiente di liquidità". Nel secondo semestre dell'anno, tuttavia, in presenza di un insorgente saldo passivo verso l'estero, la banca centrale ha fornito fondi al mercato soltanto a saggi crescenti, contribuendo così a limitare l'uscita di capitali. All'inizio del 1967, il saggio d'interesse per il denaro alla giornata era sceso di nuovo a circa il 5%.

Sempre tenendo fermo l'obiettivo della stabilità monetaria, le autorità hanno adottato ulteriori misure intese ad estendere l'attività degli istituti finanziari stimolandone nel contempo la concorrenza. Ad esempio, istituti specializzati per il finanziamento degli investimenti, quali il "Crédit National", o dell'edilizia privata, quali il "Crédit Foncier", sono stati autorizzati ad emettere obbligazioni negoziabili a medio termine, da collocare presso le banche. In aggiunta, alle aziende di credito è stato consentito di concludere contratti di risparmio a lungo termine che beneficiano di privilegi fiscali. Al fine di ridurre il costo dei mutui per l'edilizia residenziale e di prolungarne la durata, si sono iniziati gli studi per la costituzione di un mercato delle ipoteche, principalmente attraverso l'intermediazione del "Crédit Foncier".

Per quanto riguarda gli strumenti di politica monetaria, un importante mutamento ha avuto luogo nel gennaio del 1967 con l'introduzione di un sistema di riserve obbligatorie per tutte le banche e per gli istituti che raccolgono depositi per legge. Ai sensi delle nuove disposizioni, le banche debbono costituire presso la banca centrale depositi infruttiferi proporzionali alle principali passività a breve (fino a tre anni) in valuta nazionale. Istituito gradualmente, il sistema diverrà pienamente operante a partire dal 21 ottobre 1967 e da tale data la percentuale da vincolare a riserva sarà del 4,5% per i depositi a vista e del 2% per gli altri conti. Il limite fino al quale dette percentuali possono essere elevate su decisione della banca centrale è stato fissato per il momento al 10% dal Consiglio nazionale del credito. Contemporaneamente, il "coefficiente di liquidità" è stato abolito ma, come misura transitoria, dovrà tuttora essere depositata una percentuale minima di titoli che rappresentano i crediti a medio termine. Infine, la quota minima del suddetto "coefficiente" da costituirsi in buoni del Tesoro verrà progressivamente ridotta dal 5% fino ad annullarsi fra il gennaio ed il 1° settembre 1967. In vista della virtuale piena convertibilità dei conti capitali, intro-

dotta all'inizio dell'anno, il sistema delle riserve obbligatorie variabili, unitamente al più largo impiego delle operazioni di mercato aperto, costituisce un ulteriore strumento di cui le autorità potranno servirsi per agire con maggiore flessibilità nel governo della moneta. Per quanto riguarda comunque l'immediato futuro, il deterioramento della bilancia dei pagamenti, la fedeltà alla gestione ortodossa del pubblico bilancio rivelata dalle previsioni per il 1967 ed il ritmo di più cauto sviluppo dell'attività economica dovrebbero minimizzare il rischio di un'eventuale eccessiva espansione della liquidità interna.

Italia. Nel 1966 e nei primi mesi del 1967 l'obiettivo principale della politica economica è stato quello di favorire la fase ascendente dell'attività, specialmente nel settore degli investimenti. Per il conseguimento di tale scopo, la politica di bilancio, la gestione del debito pubblico e il governo della moneta hanno operato all'unisono, in una situazione caratterizzata da una relativa stabilità dei prezzi e dei salari e da una diminuzione del saldo attivo della bilancia dei pagamenti.

Per quanto riguarda la funzione svolta dal governo, l'eccedenza nelle partite correnti del bilancio pubblico in termini di reddito nazionale è aumentata da lire 186 miliardi nel 1965 a lire 433 miliardi nel 1966 e di conseguenza, tenendo presenti le spese per investimenti e i trasferimenti di capitali da parte del governo, il deficit complessivo, sempre in termini di reddito nazionale, è diminuito da lire 819 a 689 miliardi. D'altra parte, a causa soprattutto dei crediti governativi per scopi d'investimento, il fabbisogno netto del Tesoro (compreso il Fondo del risparmio postale) è salito fra il 1965 e il 1966 da lire 1.543 a 1.867 miliardi.

L'indebitamento netto del Tesoro verso il sistema creditizio è ammontato nel 1966 a circa lire 800 miliardi, in confronto di lire 600 miliardi nell'anno precedente; nel 1966 la copertura del fabbisogno è stata assicurata quasi esclusivamente dagli acquisti di titoli pubblici a lungo termine effettuati dalle banche, mentre nel 1965 un terzo circa dell'importo era stato ricavato con cessioni di buoni del Tesoro. Le vendite nette di titoli di stato al pubblico sono inoltre passate da circa lire 195 miliardi nel 1965 a lire 668 miliardi nel 1966. Per tali vie, nonché col ricorso al risparmio postale e ad altre forme di indebitamento, il Tesoro è stato in grado di coprire il proprio fabbisogno netto di cassa con credito a più lungo termine per quasi tre quarti del suo ammontare contro due quinti del 1965. La sua posizione verso la banca centrale, dopo essersi deteriorata per lire 293 miliardi nel 1965, ha registrato nel 1966 un miglioramento netto per lire 78 miliardi.

I prestiti delle aziende di credito all'economia interna sono aumentati del 14,6% contro il 7,2% nel 1965. A tale incremento hanno partecipato grosso modo in uguale misura il credito al settore privato e quello al settore pubblico. Perfino maggiore è stata l'espansione dei depositi, pari al 15,3%, la quale però è risultata inferiore a quella del 17,7% raggiunta nell'anno precedente. Il rapporto fra impieghi e depositi delle banche, che alla fine del 1963 toccava la punta del 78,6%, nel 1966 è così diminuito dal 67,7 al 67,3%. Oltre che accelerare i prestiti, le aziende di credito hanno nuovamente effettuato massicci acquisti di titoli. Senza considerare i loro averi in buoni del Tesoro, che durante lo scorso anno sono sensibilmente diminuiti, i titoli andati ad accrescere il portafoglio delle banche sono

ammontati a lire 1.340 miliardi. Si è avuto cioè un incremento del 32% che ha fatto seguito a quello del 38% verificatosi nel 1965. Questi acquisti hanno interessato per la maggior parte titoli di stato o garantiti dallo stato e sono stati utilizzati nella misura di lire 300 miliardi ~ lire 200 miliardi dei quali in cartelle fondiarie — per assolvere, secondo le vigenti disposizioni, gli obblighi di riserva. E poichè altri lire 500 miliardi circa sono stati costituiti in garanzia presso la banca centrale, i titoli disponibili nel portafoglio degli istituti di credito sono aumentati meno di lire 525 miliardi, pari a poco più del 20%.

Fra i fattori che concorrono alla creazione della liquidità bancaria, il Tesoro, mediante le operazioni connesse con la copertura del disavanzo, ha fornito, nel 1966, lire 1.867 miliardi, mentre il settore estero, in relazione al minore saldo attivo della bilancia dei pagamenti, ha ridotto il suo apporto alla liquidità da lire 994 miliardi nel 1965 a lire 418 miliardi lo scorso anno. Per contro si è avuta una riduzione di liquidità bancaria nella misura di lire 1.392 miliardi per effetto dell'aumento della circolazione monetaria e delle riserve obbligatorie. L'aumento netto della liquidità risultante da questi fattori autonomi è stato quindi nel 1966 di lire 809 miliardi contro lire 1.066 miliardi nel 1965. Per quanto riguarda gli interventi di politica monetaria, le autorità, manovrando il debito pubblico e operando sul mercato aperto, hanno collocato al netto titoli per un importo che ha permesso di assorbire lire 1.370 miliardi; in effetti però tale drenaggio è stato attenuato dal fatto già ricordato che circa lire 300 miliardi di questi titoli sono stati utilizzati per assolvere gli obblighi di riserva. Inoltre le banche, secondo le istruzioni ricevute, hanno utilizzato una parte dei loro mezzi liquidi per riportare in equilibrio la loro posizione netta sull'estero. In complesso, le misure di politica monetaria hanno assorbito più liquidità di quanta ne abbiano creata le forze autonome del mercato e di conseguenza le aziende di credito sono state costrette ad accrescere l'indebitamento con la Banca d'Italia di quasi lire 535 miliardi contro soltanto lire 35 miliardi nel 1965.

I mutui degli istituti di credito speciale sono aumentati del 14% raggiungendo quasi lire 9.310 miliardi alla fine del 1966. A tale livello i prestiti di questi istituti, concessi prevalentemente a più lungo termine per investimenti nell'industria, nell'edilizia e nell'agricoltura, rappresentano quasi i tre quinti di quelli erogati dalle altre aziende di credito. Lo scorso anno gli istituti di credito speciale hanno emesso nuove obbligazioni in proprio per lire 945 miliardi, con un incremento del 12%, e per conto del Tesoro (comprese le obbligazioni ferroviarie) per lire 887 miliardi.

Nel 1966 il mercato dei capitali è stato molto ricettivo, tanto che le emissioni nette sono passate da lire 2.377 a 3.290 miliardi. La quota assorbita dal settore bancario è aumentata in termini assoluti, ma è nettamente diminuita in termini relativi e ciò fornisce una prova del forte interesse che il pubblico e gli investitori istituzionali hanno per i titoli a reddito fisso. La relativa stabilità dei prezzi al consumo e dei saggi d'interesse per un periodo di tempo prolungato aiutano a capire questo fenomeno, il quale è stato però agevolato anche dalla riluttanza verso gli investimenti azionari e nell'acquisto di case. Il mercato delle azioni è vissuto sotto l'incubo delle decisioni fiscali, le quali sono culminate nel

febbraio 1967 con l'abolizione della possibilità di pagare la cedolare secca del 30% sui dividendi, in alternativa alla dichiarazione degli utili percepiti in sede di denuncia dei redditi.

All'inizio del 1967 l'economia ha proseguito la sua vivace espansione. In marzo il rendimento delle obbligazioni industriali, pari al 6,7%, è stato grosso modo allo stesso livello dell'anno precedente.

Svizzera. Nonostante il saggio di formazione del risparmio costantemente elevato, l'ulteriore flessione degli investimenti e il rallentamento dell'espansione del prodotto nazionale, in termini reali, i mercati del credito sono rimasti, per tutto il 1966, in condizioni di tensione. Entro certi limiti è stata questa la conseguenza dell'inflazione indotta dai costi la quale ha gonfiato il fabbisogno di credito dell'economia. Di maggiore importanza è però il notevole influsso esercitato nel 1966 sull'andamento dei mercati del credito in Svizzera dalle restrizioni introdotte sui mercati dei capitali e del credito esteri. Malgrado un ulteriore ritocco verso l'alto dei saggi d'interesse all'interno - di tre quarti di punto per le obbligazioni industriali e di un quarto per i titoli ipotecari - le esportazioni nette identificate di capitali a lungo termine sono aumentate da fr.sv. 260 a quasi 750 milioni nel 1966.

Data l'attrazione esercitata dai più alti livelli dei saggi d'interesse all'estero, ogni tentativo delle autorità monetarie di impedire l'aumento dei saggi all'interno con iniezioni di liquidità avrebbe ostacolato lo sforzo diretto ad arginare l'inflazione interna, che rimane sempre l'obiettivo principale. Pertanto, in materia di saggi d'interesse, la politica della Banca nazionale si è limitata essenzialmente a mitigare e controllare i movimenti verso l'alto. L'aumento del saggio ufficiale di sconto dal 2,5 al 3,5% nel luglio 1966 ha infatti costituito soprattutto un aggiustamento rispetto ai più alti saggi del denaro a brevissima scadenza, i quali erano passati da una media mensile del 2,75% in gennaio al 3,75% in giugno.

Durante lo scorso anno le esportazioni di capitali sono state ampiamente coperte dall'avanzo delle partite correnti e la bilancia dei pagamenti, a parte oscillazioni temporanee, non ha agito in senso restrittivo sulla liquidità interna. Infatti le riserve di oro e divise della Banca nazionale sono aumentate di fr.sv. 340 milioni fra un dicembre e l'altro. La circolazione di biglietti ha avuto un incremento di fr.sv. 610 milioni, pari al 6,1%, mentre i mezzi di pagamento complessivi sono cresciuti soltanto del 3,8%, cioè di una percentuale molto inferiore a quella del 7,2% verificatasi nella espansione del prodotto nazionale lordo in valori nominali.

La tensione monetaria esistente all'estero si è pure riflessa nella più lenta espansione delle disponibilità delle banche, le quali sono aumentate soltanto di fr.sv. 5.025 milioni, ossia del 7,3%, contro fr.sv. 5.480 milioni, cioè dell'8,7%, nel 1965. I depositi a vista non si sono praticamente mossi, mentre quelli vincolati hanno avuto uno sviluppo del 12,5%. Questo diverso andamento è stato provocato dal fatto che le banche sono state in grado di offrire interessi più elevati sui depositi a scadenza fissa, data la possibilità del loro reimpiego sui mercati delle eurodivise. In qualche misura vi ha poi contribuito l'atteggiamento di attesa degli investitori

svizzeri i quali, a causa della tendenza ascendente nei saggi d'interesse, si sono mostrati riluttanti ad acquistare buoni di cassa a medio termine o altra carta bancaria a più lunga scadenza. Ed infatti il ritmo di incremento dei buoni di cassa in circolazione è caduto dal 13,6 al 4%. L'espansione dei depositi a risparmio, appena sopra l'8%, è stata simile a quella del 1965.

Nonostante il diminuito afflusso di fondi, le banche hanno accelerato il saggio di espansione del credito dall'8,8% del 1965 al 9,3%, riducendo in tal modo la loro situazione di liquidità. Particolarmente elevati sono stati i crediti a non residenti, ma anche quelli a residenti si sono sviluppati di circa l'8% e sono stati spinti, presso alcune banche, fino al limite superiore ufficiale. Il sistema dei limiti obbligatori da osservarsi nell'incremento dei crediti, che sarebbe dovuto terminare col marzo 1967, è stato sostituito, a partire dal gennaio dello stesso anno, con una direttiva della banca centrale secondo la quale (salvo alcune eccezioni) le banche possono espandere nel 1967 il credito concesso a residenti nella misura massima del 7% rispetto agli importi totali di fine 1966; tale direttiva ha quindi lo scopo di mantenere il ritmo di sviluppo del credito maggiormente in linea con le effettive possibilità di crescita dell'economia. Questa limitazione va inoltre inquadrata nella prospettiva di un considerevole aumento del fabbisogno finanziario del settore pubblico, previsto per il 1967.

Nel 1966 i mercati dei capitali sono stati caratterizzati da un eccesso di domanda. La Commissione bancaria svizzera ha continuato a razionare piuttosto rigorosamente le nuove emissioni ma, essendoci stato un aumento di tre quarti di punto nel rendimento delle obbligazioni, i collocamenti netti complessivi, pari a fr. sv. 2.810 milioni, sono stati di circa fr. sv. 250 milioni superiori a quelli del 1965. Nell'ambito di questo totale una porzione maggiore è stata assegnata alle emissioni estere che sono cresciute da fr. sv. 260 a 425 milioni. Le banche svizzere nel marzo 1966 sono state inoltre autorizzate a partecipare con una quota non superiore al 10-15% ai sindacati di emissione di alcuni prestiti internazionali. Nel corso del 1966 le autorità hanno poi eliminato gradualmente le limitazioni che avevano imposto nella primavera del 1964 agli investimenti dei capitali stranieri in obbligazioni, azioni e altri titoli svizzeri. Nel marzo 1967 sono cessati il divieto di corrispondere interessi sui depositi in franchi svizzeri di non residenti e l'obbligo per le banche di impiegare tutti gli incrementi netti di questi depositi in investimenti all'estero o in conti infruttiferi presso la Banca nazionale.

Austria. Nel 1966 l'attività economica si è mantenuta ad un livello elevato, mentre le esportazioni hanno manifestato un certo indebolimento dovuto in parte alla pausa nell'espansione degli altri paesi. I guadagni del settore industriale hanno avuto un incremento del 12%, ma il costo della vita è aumentato soltanto del 2%. L'espansione dei consumi ha provocato un forte aumento delle importazioni e un conseguente ampliamento del saldo passivo nei conti con l'estero. D'altra parte gli investimenti nell'industria sono stati solo di poco superiori a quelli del 1965.

La domanda di credito è rimasta vivace, specialmente nel primo semestre dell'anno, e le banche si sono trovate in condizione di scarsa liquidità a causa, in parte, del saldo passivo della bilancia dei pagamenti. In considerazione della dina-

mica dei prezzi e dei salari e tenendo presente lo squilibrio nei conti con l'estero, la politica monetaria ha seguito un indirizzo prudenziale. Per scoraggiare l'indebitamento presso la banca centrale, il saggio d'interesse per le anticipazioni garantite è stato elevato, verso la metà dell'anno, di mezzo punto, al 5,5%, mentre il limite massimo delle operazioni attive delle banche è stato portato dal 68 al 70% delle loro passività, permettendo così una maggiore libertà di manovra agli istituti di credito in buone condizioni di liquidità. Inoltre nel mese di agosto la banca centrale ha rimborsato scellini 1 miliardo di buoni del Tesoro emessi nel luglio 1965 per assorbire liquidità. In media, l'indebitamento delle aziende di credito presso la banca centrale è ammontato nel 1966 a scellini 2,4 miliardi contro scellini 535 milioni nel 1965; a dicembre però l'indebitamento era diminuito fin quasi al livello di un anno prima. Di maggiore importanza è stato il fatto che le banche hanno effettuato un largo ricorso a crediti esteri a breve, tanto che la loro posizione globale netta sull'estero è passata fra la fine del 1965 e quella del 1966 da un attivo di scellini 240 milioni a un passivo di scellini 1,6 miliardi. Di conseguenza, nonostante il saldo passivo della bilancia dei pagamenti, le riserve ufficiali sono aumentate di oltre scellini 500 milioni.

Nel 1966 i crediti delle banche hanno avuto un'espansione di scellini 14,7 miliardi, ossia del 16%, a paragone di circa il 18% nel 1965. I loro acquisti netti di titoli nazionali per un importo di scellini 2,1 miliardi sono stati grosso modo uguali a quelli dell'anno precedente. L'incremento dei depositi, d'altra parte, è stato soltanto di scellini 11,2 miliardi, che corrisponde al 10,8% contro il 13,3% del 1965. Oltre a ridurre le loro disponibilità di buoni del Tesoro e ad indebitarsi presso la banca centrale e sui mercati esteri, gli istituti di credito hanno così aumentato anche le proprie emissioni obbligazionarie, che si sono ampliate di scellini 2,4 miliardi, mentre nell'anno precedente avevano avuto un incremento di scellini 1,5 miliardi.

All'inizio del 1967, l'attività industriale è stata al disotto del livello di dodici mesi prima e si prevede una flessione degli investimenti industriali che, riferita a tutto l'anno, dovrebbe essere dell'ordine del 7%. La spesa pubblica, al contrario, aumenterà notevolmente e il governo, per lasciare il mercato dei capitali al settore privato, si propone di soddisfare una parte delle proprie esigenze finanziarie attingendo fondi dall'estero. Sempre nei primi mesi del 1967 la politica monetaria è stata orientata verso una maggiore larghezza e il 18 aprile la Banca nazionale ha ridotto il saggio ufficiale di sconto dal 4,5 al 4,25%.

Danimarca. Le pressioni della domanda, che erano state notevoli per quasi tutto il 1965, si sono attenuate nei primi mesi del 1966, in seguito soprattutto al rallentamento dell'espansione degli investimenti industriali e delle esportazioni. Tale miglioramento è stato in parte l'effetto delle misure monetarie e fiscali adottate nel 1965, ma nello stesso tempo è da mettere in relazione con gli sforzi di stabilizzazione degli altri paesi e con il continuo aumento dei costi in Danimarca. Sorretta dall'edilizia residenziale, l'attività economica ha ripreso vigore a partire dalla primavera. Gli investimenti industriali e le esportazioni sono comunque rimasti su bassi livelli e i prezzi al consumo, anche se sono cresciuti meno rispetto al 1965, hanno avuto un incremento del 5% nel corso dell'intero anno.

Il bilancio pubblico ha contribuito in misura significativa a contenere i consumi e sviluppare il risparmio: nel 1966 l'eccedenza di cassa è salita a cor.dan. 1.215 da 685 milioni del 1965. Per la maggior parte, eccettuata la quota destinata a rimborsare il debito pubblico, tale eccedenza è andata a migliorare la posizione del governo verso la banca centrale. A sua volta questa ha fatto affluire un quantitativo grosso modo uguale di fondi sul mercato dei capitali mediante l'acquisto di obbligazioni governative a lungo termine.

Nel 1966 l'assorbimento di titoli di stato da parte della banca centrale e i rimborsi del debito pubblico sono ammontati complessivamente a cor.dan. 1 miliardo. Nel 1965 questo totale aveva toccato cor.dan. 1,5 miliardi poichè allora l'intervento della banca centrale era stato diretto ad attenuare le tensioni ancora maggiori che esistevano sul mercato dei capitali, dove erano stati collocati obbligazioni ipotecarie e altri titoli per un importo (cor.dan. 5,1 miliardi) che superava del 37,5% quello dell'anno precedente. Nel 1966, per effetto in primo luogo delle limitazioni quantitative imposte a partire dalla metà del 1965 sui prestiti ipotecari, tali emissioni sono diminuite del 14% fino al livello di cor.dan. 4,4 miliardi. Il saggio d'interesse sulle obbligazioni ipotecarie di primo grado, dopo essere aumentato fra l'inizio del 1964 e la primavera del 1965 dal 6,75 al 9%, è rimasto relativamente stabile sin verso la fine del 1966, per poi superare il 9,25%.

L'attività delle banche commerciali ha avuto una vivace espansione nel 1966: le operazioni attive sono aumentate del 15,5% contro il 9,5% del 1965. Riflettendo in parte la preferenza del pubblico per la liquidità, i depositi a vista e vincolati si sono sviluppati quasi nella stessa misura, fornendo alle banche i mezzi per accrescere gli investimenti. I loro acquisti di obbligazioni e azioni, saliti fra il 1965 e il 1966 da cor.dan. 180 a 535 milioni, hanno dato un ulteriore sostegno al mercato dei capitali.

Le misure creditizie in vigore nel 1966 erano in sostanza quelle introdotte nell'anno precedente. Nel febbraio 1965 le banche commerciali, in un accordo volontario con la Banca nazionale, acconsentirono a versare il 20% degli incrementi dei depositi in un conto speciale presso di essa oppure, alternativamente, ad utilizzarlo per migliorare la loro posizione netta sull'estero; un accordo analogo è stato raggiunto, in marzo, con le casse di risparmio. Successivamente, nel gennaio 1967, è stato stabilito che le banche possono soddisfare, in relazione ai versamenti in detti conti speciali, gli obblighi che insorgono dopo il dicembre 1966, accantonando presso la Banca nazionale obbligazioni con scadenza inferiore a dieci anni.

Queste misure hanno sortito il loro effetto nel limitare l'accesso delle banche ai fondi liquidi di provenienza estera. Infatti le banche commerciali hanno ridotto le passività nette estere da cor.dan. 305 milioni nel dicembre 1965 a cor.dan. 180 milioni nel dicembre 1966. Le stesse misure hanno avuto successo anche nello sterilizzare durante l'anno circa cor.dan. 100 milioni nei depositi speciali. Esse comunque non hanno impedito che le banche si rivolgessero al credito della banca centrale in forma di risconto e anticipazioni, i quali sono aumentati fra un dicembre e l'altro da cor.dan. 895 a 1.615 milioni. Il saggio ufficiale di sconto è rimasto invariato al 6,5%, livello questo al quale era stato portato nel giugno 1964.

Norvegia. Poichè l'attività economica aveva già raggiunto un livello elevato, nel 1966 un nuovo forte incremento della domanda, indotta dalle esportazioni e dagli investimenti, ha assoggettato a pressione la capacità produttiva. I salari e i prezzi al consumo sono cresciuti sensibilmente e il contributo del saldo attivo della bilancia dei pagamenti alla liquidità interna si è notevolmente ridotto.

Conformemente alla raccomandazione ufficiale, emanata all'inizio del 1966, l'espansione dei prestiti bancari avrebbe dovuto essere contenuta entro il 6-6,5%. Nei primi mesi dell'anno, in base ai poteri contemplati dalla nuova legge monetaria e creditizia, le autorità hanno prescritto alle banche commerciali di tenere riserve liquide corrispondenti al 5% del totale delle loro attività. In giugno, in seguito ad un'accelerazione nella concessione del credito, tale aliquota è stata portata all'8%. Speciali fattori interni e difficoltà incontrate nell'ottenere fondi dall'estero hanno tuttavia contribuito a mantenere sostenuta la domanda di credito. In agosto, la consistenza dei prestiti accordati dalle banche commerciali superava di circa cor.norv. 1,1 miliardi l'importo raggiunto l'anno precedente e di circa cor.norv. 500 milioni i limiti massimi raccomandati. Conseguentemente, alla fine di settembre sono state impartite istruzioni a quelle banche, che nei precedenti dodici mesi avevano aumentato di oltre il 10% il credito da esse concesso, di accantonare riserve straordinarie corrispondenti al 50% dell'eccedenza. In base a nuove raccomandazioni ufficiali, il limite massimo dell'incremento del credito, rapportato a un periodo di dodici mesi, è stato stabilito a fine ottobre nella misura del 9% e dell'8% dalla fine di novembre sino al mese di marzo 1967 quando l'accantonamento di riserve straordinarie è stato sospeso. Da questi limiti erano esclusi i prestiti accordati per la costruzione di abitazioni. Alla fine del 1966, i crediti concessi dalle banche commerciali all'interno (esclusi quelli destinati alla costruzione di case) erano superiori di circa il 9% rispetto a un anno prima.

Nei primi mesi del 1967 le risorse hanno continuato ad essere sottoposte a tensione, mentre è attesa una sensibile espansione tanto della spesa privata che di quella pubblica. L'aumento di quest'ultima, programmato nella misura del 9,7%, ha superato notevolmente l'incremento del 1966 e l'espansione prevista nel prodotto nazionale reale. Allo scopo di restringere ulteriormente il credito, le autorità hanno raccomandato che nel 1967 i prestiti delle banche commerciali non debbano superare cor.norv. 700 milioni (circa il 7%) e quelli degli istituti di risparmio cor.norv. 550 milioni (circa il 6,5%). In primavera sono state inoltre adottate misure addizionali per contenere i consumi e gli investimenti, fra cui un inasprimento delle condizioni relative al credito al consumo, lo scaglionamento dei prestiti accordati dalle banche statali e una riduzione selettiva delle nuove costruzioni.

Svezia. Nei primi mesi del 1966 la politica monetaria si è orientata in senso ulteriormente restrittivo, data la continua e sostenuta domanda di credito. Nei primi cinque mesi dell'anno i prestiti delle banche commerciali sono cresciuti di cor.sv. 2,2 miliardi contro cor.sv. 1,8 miliardi nello stesso periodo del 1965. Per poter soddisfare la domanda, le banche commerciali hanno ridotto i loro averi in titoli governativi e hanno fatto ricorso in maggior misura alla banca centrale. In maggio, il loro indebitamento netto verso la Riksbank ha così raggiunto l'ammon-

tare di cor.sv. 800 milioni contro cor.sv. 590 milioni un anno prima. Allo scopo di aumentare il flusso di fondi a più lungo termine, il 10 giugno, la banca centrale ha portato il saggio ufficiale di sconto dal 5,5 al 6 %, il più elevato da trentacinque anni. Le banche hanno conseguentemente accresciuto i loro saggi su depositi e prestiti e il saggio d'interesse nominale è aumentato di mezzo punto, raggiungendo il livello del 6,75 % per le obbligazioni immobiliari e del 7 % per quelle industriali.

La domanda finale è notevolmente rallentata verso la metà dell'anno. L'accumulazione di scorte che, nel 1965 e all'inizio del 1966, era stata in ampia misura la causa del saldo passivo della bilancia dei pagamenti, ha ripreso proporzioni normali e gli investimenti fissi delle società sono cresciuti con ritmo meno rapido. L'espansione del credito bancario al settore privato si è ridotta di pari passo e il saggio di formazione dei depositi e la liquidità bancaria hanno incominciato a crescere, in parte congiuntamente ad un andamento più favorevole dei conti con l'estero. Un altro fattore di grande importanza è costituito dall'insorgenza di un cospicuo disavanzo nel bilancio pubblico, dovuto soprattutto al rallentamento delle entrate, cui si sono accompagnati un incremento dei prestiti concessi per la costruzione di abitazioni e maggiori trasferimenti di entrate a favore delle autorità locali. Con il parziale finanziamento del disavanzo attraverso la Riksbank le autorità hanno impresso uno stimolo addizionale all'espansione monetaria ed alla liquidità bancaria. Durante il 1966 le attività liquide delle banche sono cresciute di quasi cor.sv. 2 miliardi in confronto di una flessione di cor.sv. 350 milioni nel 1965. Con decorrenza dal mese di luglio, le banche che avevano rigorosamente osservato i rapporti di liquidità stabiliti dalla Riksbank sono state dispensate dal pagare il saggio di penalizzazione per aver superato determinati limiti nell'indebitamento verso la banca centrale.

Nel 1966, l'aumento netto dei prestiti concessi è ammontato, per il sistema creditizio nel suo complesso, a cor.sv. 12,6 miliardi contro cor.sv. 10,6 miliardi nel 1965 e cor.sv. 9,4 miliardi nel 1964. Il credito accordato al settore privato (esclusa l'edilizia), per l'importo di cor.sv. 4,7 miliardi, non ha superato quello del 1965, sebbene un'aliquota assai maggiore sia stata prelevata dal mercato dei capitali. D'altra parte, il governo, che nel 1965 aveva rimborsato cor.sv. 250 milioni agli istituti di credito e ai privati, nel 1966 ha avuto un fabbisogno di fondi per un importo netto di quasi cor.sv. 1,3 miliardi. Di questo ammontare, cor.sv. 880 milioni sono stati forniti dalla Riksbank, mentre le banche commerciali e le altre banche hanno ridotto i loro crediti verso il governo di quasi cor.sv. 200 milioni. La differenza di cor.sv. 570 milioni è stata assorbita dalle istituzioni del mercato dei capitali e dai privati. Il fabbisogno netto di fondi da parte delle autorità locali è rimasto all'incirca lo stesso dell'anno precedente, in parte in seguito a maggiori entrate, ma in parte anche perchè i controlli sulle costruzioni hanno limitato i relativi investimenti. Nel 1966, il credito all'edilizia è cresciuto più rapidamente, soprattutto perchè nella seconda metà dell'anno le risorse sono andate aumentando. Grazie principalmente agli istituti ipotecari che, in seguito al pagamento di saggi d'interesse più elevati, sono stati in grado di attirare un maggior volume di fondi, nel 1966 il totale dei crediti a questo settore è cresciuto di cor.sv. 5,5 miliardi contro poco meno di cor.sv. 5 miliardi nel 1965.

Lo scorso anno un'aliquota alquanto maggiore del credito globale è stata incanalata attraverso il sistema bancario; questo fatto rispecchia il disavanzo del bilancio e il suo parziale finanziamento tramite la Riksbank. Peraltro, l'attività sul mercato dei capitali ha subito una cospicua espansione; soprattutto il numero delle emissioni ipotecarie è stato superiore dopo l'aumento dei saggi d'interesse, introdotto in giugno. Come in anni precedenti, gli istituti pubblici di credito, specialmente il Fondo nazionale delle pensioni, sono stati le principali fonti del maggiore flusso di fondi a lungo termine.

I sintomi di debolezza che nel 1966 sono stati notati in alcuni settori hanno continuato a sussistere nei primi mesi del 1967. Le autorità monetarie, pur procedendo con prudenza per ragioni interne ed esterne, hanno ribassato il saggio ufficiale di sconto al 5,5 % in febbraio e al 5 % in marzo.

Finlandia. Sotto lo stimolo di una politica monetaria restrittiva, il rallentamento dell'attività economica, che aveva incominciato a farsi notare verso la fine del 1965, è proseguito nello scorso anno e la flessione nella formazione dei capitali privati è stata particolarmente accentuata. La spesa pubblica ha tuttavia continuato a salire rapidamente e sebbene qualche imposta e tributo siano stati aumentati a metà dell'anno, le difficoltà di cassa del Tesoro hanno assunto cospicue proporzioni, culminate in dicembre quando la banca centrale ha dovuto fare al Tesoro un'anticipazione per MF 300 milioni. Data la mancata introduzione di misure fiscali adeguate, nonché l'ininterrotta e rapida espansione dei redditi, anche i consumi privati hanno presentato un notevole incremento, contribuendo così al mantenimento del disavanzo commerciale e al drenaggio delle riserve ufficiali.

Nonostante il ritmo meno vivace dell'attività economica, nel 1966 la domanda di credito è rimasta sostenuta, rispecchiando in parte la pressione dei costi e l'assottigliamento dei margini di profitto. I prestiti accordati da tutti gli istituti di credito sono cresciuti dell'11,5 %, a MF 12,1 miliardi, mentre i prestiti delle banche commerciali, che dipendono in ampia misura dal credito della banca centrale, sono aumentati del 14 %, a MF 4,9 miliardi. Per contribuire a frenare questa espansione, la Banca di Finlandia ha introdotto restrizioni quantitative sulle anticipazioni bancarie fino alla fine di ottobre, data alla quale tali crediti non avrebbero dovuto eccedere il 115 % rispetto al livello raggiunto a fine 1964. A partire dall'inizio di maggio, la banca centrale ha anche stabilito nuove quote di risconto, che avrebbero potuto essere superate al massimo del 25 %, ma soltanto con saggi di penalizzazione fortemente progressivi. A causa dell'indebolimento della posizione valutaria, alla fine di ottobre sono state emanate istruzioni ancora più rigorose che imponevano alle banche di ridurre a determinati livelli i loro risconti per i mesi di gennaio e giugno 1967. Nel 1966, la media settimanale dei risconti è ammontata a MF 725 milioni, cioè a MF 150 milioni in più che nel 1965. Verso la fine dell'anno è stato stipulato con le banche, in connessione con il prestito al Tesoro, un accordo per speciali riserve di cassa. In base alla convenzione le banche costituiranno depositi speciali presso la Banca di Finlandia, la cui entità dipenderà dall'espansione dei depositi nel 1967; il loro livello massimo è stato stabilito in un totale di MF 300 milioni.

Sebbene nel 1966 la politica monetaria restrittiva abbia contribuito a ridurre la pressione indotta dalla domanda globale, essa è stata meno efficace contro l'inflazione di costi e prezzi. I prezzi al consumo sono cresciuti di quasi il 5 %, i salari hanno registrato un incremento di circa il 9 % e la bilancia dei pagamenti ha accumulato un saldo passivo di circa MF 500 milioni. Di conseguenza, nel bilancio pubblico per il 1967, sono state introdotte diverse misure fiscali intese ad integrare quelle monetarie. Fra le altre cose, dall'inizio dell'anno l'imposta sugli acquisti è stata portata dal 10 all'11 % e sono pure state aumentate l'imposta sul reddito personale, nonché quelle sulla proprietà immobiliare e sulle società. Da una parte queste misure mirano a conseguire l'equilibrio nelle finanze pubbliche e, dall'altra, a contenere l'espansione dei consumi e della domanda di importazioni. Può anche darsi che la migliorata situazione sul mercato internazionale dei capitali renda più facile ottenere fondi dall'estero. Nel frattempo, il F.M.I. ha concesso alla Finlandia un credito, su base "stand-by", di MF 300 milioni per sostenere le riserve ufficiali del paese.

Spagna. Anche nel 1966 l'attività economica ha registrato una cospicua espansione, indotta da un incremento del 18 % negli investimenti industriali e del 21 % nella spesa del settore pubblico. Per quanto riguarda l'offerta, grazie ad un'annata agricola superiore alla media e ad un cospicuo aumento della produzione industriale, il prodotto nazionale reale è cresciuto di più dell'8 %. Le pressioni esercitate da prezzi e salari sono state tuttavia forti, contribuendo ad un'ulteriore imponente espansione delle importazioni.

Nel 1966 sono state introdotte nuove misure di stabilizzazione. All'inizio dell'anno sono stati imposti per la prima volta limiti massimi alla concessione di credito, in base ai quali l'espansione del credito bancario al settore privato non potrà superare il 17 % del livello di fine 1965. In marzo, i saggi d'interesse sulle anticipazioni garantite presso la banca centrale sono stati aumentati di un punto, sicchè ora sono compresi fra il 5 e il 6 %. Nella seconda metà del 1966, l'aliquota di depositi che le banche devono investire in titoli governativi è stata rialzata due volte, ciascuna volta di un punto, portandola così al 17 %. In ottobre sono state approvate nuove leggi per ridurre provvisoriamente la spesa pubblica nel 1966 e mantenere gli investimenti pubblici nel 1967 al livello dell'anno precedente. Sono state inoltre inasprite le condizioni relative alle vendite a rate e prese misure per stimolare il risparmio e le esportazioni.

I prestiti degli istituti di credito al settore privato, compresi gli averi in titoli, sono cresciuti di pesetas 112 miliardi, importo che corrisponde al limite massimo del 17 %, mentre nel 1965 tale incremento era stato del 24 %. D'altra parte, l'espansione di pesetas 47 miliardi nel credito al settore pubblico è stata pari al 20 % contro il 19 % nel 1965. Si può osservare che lo scorso anno il governo ha ridotto il suo disavanzo di cassa da pesetas 33,3 miliardi nel 1965 a pesetas 30,6 miliardi, ma questo miglioramento trova la sua contropartita soprattutto in una diminuzione delle nuove emissioni. Le misure intese a contenere la spesa pubblica sono state inoltre adottate troppo avanti nell'anno per essere in grado di ripercuotersi materialmente sui risultati del 1966. A causa del saldo passivo nei conti con l'estero, i depositi presso gli istituti di credito sono cresciuti soltanto di pesetas 106 miliardi,

ossia del 13,6 % contro il 19,3 % nel 1965. Anche nel 1966 pertanto l'attività creditizia delle banche ha reso necessario il ricorso alla banca centrale, sicchè il loro indebitamento è aumentato quasi di pesetas 23 miliardi.

Il programma di restrizioni ha esercitato un'azione moderatrice sulla domanda nel corso dell'anno e ciò, insieme ai costi crescenti del fattore lavoro e ai margini di profitto decrescenti, ha provocato la decelerazione dell'espansione degli investimenti. Anche i prezzi sono aumentati più lentamente e l'incremento del costo della vita, nella misura del 5,3 %, è stato sensibilmente inferiore a quello del 9,4 % registrato nel 1965. Ciò non di meno, la posizione verso l'estero e l'andamento dei salari e dei prezzi destano tuttora preoccupazioni, rendendo così necessario il proseguimento della politica restrittiva. Nel marzo 1967, l'aliquota di depositi che le banche devono investire in titoli governativi è stata portata al 18 %.

Giappone. Per superare la prima acuta recessione economica degli anni post-bellici, le autorità hanno impiegato congiuntamente rigorose misure fiscali e monetarie. Con il provvedimenti speciali del luglio 1965 e poi con il bilancio pubblico per l'anno finanziario 1966-67, il governo ha adottato un ampio programma reflazionistico, diretto particolarmente a stimolare gli investimenti pubblici. Si è provveduto a finanziare il conseguente disavanzo di bilancio con emissioni di obbligazioni collocate soprattutto presso le banche e altri istituti finanziari. Per quanto riguarda il settore monetario, nella prima metà del 1965, la Banca del Giappone ha abbassato il saggio ufficiale di sconto, in tre fasi, dal 6,57 al 5,48 %, livello al quale è poi rimasto. Inoltre, in seguito all'estensione del mercato delle obbligazioni governative, anche la banca centrale ha fatto ricorso alle operazioni di mercato aperto per creare una maggiore abbondanza monetaria.

Nella prima metà del 1966 la produzione ha assunto un vivace movimento ascendente sotto la spinta della crescente spesa pubblica e di un più rapido incremento delle esportazioni. Date queste circostanze, la domanda di credito da parte del settore privato non si è accentuata fino alla seconda metà dell'anno, quando anche gli investimenti si sono andati accelerando. Per la maggior parte dell'anno inoltre, i commercianti giapponesi hanno attinto in misura crescente a fondi all'interno, accordando nello stesso tempo più credito alla loro clientela estera, dato che il costo del denaro negli altri paesi era diventato relativamente più caro. Verso la fine dell'anno, i saggi all'estero sono diminuiti, mentre quelli giapponesi sono rimasti stabili, sicchè la situazione si è invertita. Un fattore finale connesso alla domanda più sostenuta di credito è costituito dall'incremento più lento delle esportazioni e dall'aumento senza interruzione delle importazioni verso la fine del 1966 e l'inizio del 1967.

Nel 1966, il totale dei depositi presso le banche commerciali, le casse di risparmio postali e le banche cooperative è cresciuto di yen 4.830 miliardi, ossia di quasi il 17 %, mentre nel 1965 si era avuta un'aliquota del 10 %. L'incremento del credito al settore privato (yen 4.650 miliardi) è stato del 15 % contro il 10 % nel 1965. Il credito netto al settore pubblico è ammontato a yen 910 miliardi rispetto a yen 745 miliardi nel 1965. Con una politica monetaria improntata a maggiore larghezza e saggi del mercato monetario interno bassi, le banche hanno anche migliorato la loro posizione netta sull'estero di circa yen 150 miliardi, attra-

verso sia un aumento delle attività sia una riduzione nelle passività verso l'estero. In complesso, nel 1966 la liquidità fornita dalla Banca del Giappone tramite le anticipazioni e gli acquisti di effetti e titoli è ammontata a quasi yen 560 miliardi contro meno di yen 55 miliardi nel 1965. Per la maggior parte, essa è andata a compensare il drenaggio di liquidità dovuto all'espansione della circolazione e ad un miglioramento del conto del Tesoro presso la banca centrale.

Il bilancio pubblico per l'anno finanziario 1966-67, impiegato per la prima volta come uno strumento flessibile di politica economica, ha contribuito in misura sensibile alla ripresa dell'attività economica. La spesa pubblica è cresciuta di oltre il 20 %, raggiungendo il livello di yen 4.477 miliardi e le emissioni di obbligazioni governative sono passate da yen 197 miliardi nell'anno 1965-66, quando questa prassi venne introdotta, a yen 730 miliardi nel 1966-67. Di tale importo, l'11 % è stato assorbito da privati e l'89 % dal sistema bancario e da altri istituti finanziari.

All'inizio del 1967, quando le pressioni della domanda sono andate intensificandosi, è mutato il problema che le autorità si trovano ad affrontare: dalla necessità di superare la recessione si è passati a quella di tenere la nuova espansione sotto controllo. Per contenere la ripresa dell'attività economica, che è andata oltre l'aspettativa, il governo ha ridotto la spesa pubblica programmata per l'anno finanziario 1967-68; ora il bilancio pubblico prevede un aumento della spesa del 15,9 %. L'incremento nei programmi di investimenti e di prestiti del Tesoro è del 17,8 %, che è l'aliquota più bassa degli ultimi cinque anni. Le emissioni di obbligazioni governative non dovrebbero superare yen 800 miliardi.

II. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

L'espansione del commercio mondiale, dopo una lieve pausa nel 1965, è ripresa durante lo scorso anno, sia pure con un'accelerazione moderata. Le esportazioni globali in valori correnti sono aumentate del 9,5% contro l'8,5% dell'anno precedente. Questo ritmo di sviluppo abbastanza uniforme è la risultante di due movimenti divergenti rappresentati rispettivamente dal rapido intensificarsi delle esportazioni del Canada e dei paesi dell'Europa occidentale verso gli Stati Uniti e dall'ulteriore riduzione dell'espansione del commercio fra i paesi europei, dovuta soprattutto al mancato progresso dell'attività economica della Germania.

Commercio mondiale.

Aree	Esportazioni			Importazioni			Variazioni nel volume di	
	1964	1965	1966	1964	1965	1966	espor- tazioni	impor- tazioni
	miliardi di dollari S.U.						nel 1966	
							percentuali	
Aree sviluppate								
Europa occidentale								
Paesi CEE	42,6	47,9	52,7	45,1	49,1	53,7	+ 8,0	+ 8,1
Paesi EFTA	24,5	26,6	28,5	30,7	32,2	33,9	+ 5,3	+ 6,0
Altri paesi	4,6	5,1	5,7	7,5	8,9	10,0	+ 9,1	+ 11,4
Totale	71,7	79,6	86,9	83,3	90,2	97,6	+ 7,2	+ 7,7
Stati Uniti	26,6	27,5	30,5	20,3	23,2	27,7	+ 14,1¹	+ 19,1¹
Canada	8,1	8,5	10,0	7,6	8,7	10,0	+ 12,3	+ 12,5
Giappone	6,7	8,5	9,8	7,9	8,2	9,5	+ 16,2	+ 17,9
Altre aree²	5,5	5,5	5,8	6,6	7,5	7,3	+ 4,3	- 6,3
Totale	118,6	129,6	143,0	125,7	137,8	152,1	+ 8,1	+ 9,7
Aree in via di sviluppo								
America latina	9,9	10,4	11,1³	8,6	8,8	9,3³	+ 6,0³	+ 5,3³
Altre aree	24,1	25,6	27,0³	26,6	28,4	30,5³	+ 5,0³	+ 4,2³
Totale	34,0	36,0	38,1³	35,2	37,2	39,8³	+ 5,3³	+ 4,5³
Totale complessivo⁴	152,6	165,6	181,1	160,9	175,0	191,9	+ 7,8	+ 8,8

¹ Dalla prima metà del 1965 alla prima metà del 1966. ² Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa. ³ Dati provvisori. ⁴ 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 primo trimestre del 1966 le esportazioni mondiali sono state superiori del 13% a quelle del corrispondente periodo del 1965, quando il loro livello era stato influenzato dal lungo sciopero nei porti degli Stati Uniti. Il saggio di espansione è diminuito nel secondo trimestre ed è calato al 7% nel quarto.

Come nel 1965 l'aumento del valore del commercio internazionale è derivato quasi esclusivamente dall'aumento del volume, poichè i prezzi unitari sono cresciuti soltanto dell'1%. Nei paesi sviluppati il volume delle importazioni ha avuto un incremento superiore a quello delle esportazioni: quasi il 10 contro l'8%. Il caso opposto si è verificato nei paesi in via di sviluppo, dove le esportazioni hanno

avuto un aumento del 5,5% e le importazioni del 4,5%. In media, durante lo scorso anno, le ragioni di scambio dei paesi sviluppati sono rimaste invariate e quelle dei paesi in via di sviluppo hanno subito un leggero deterioramento.

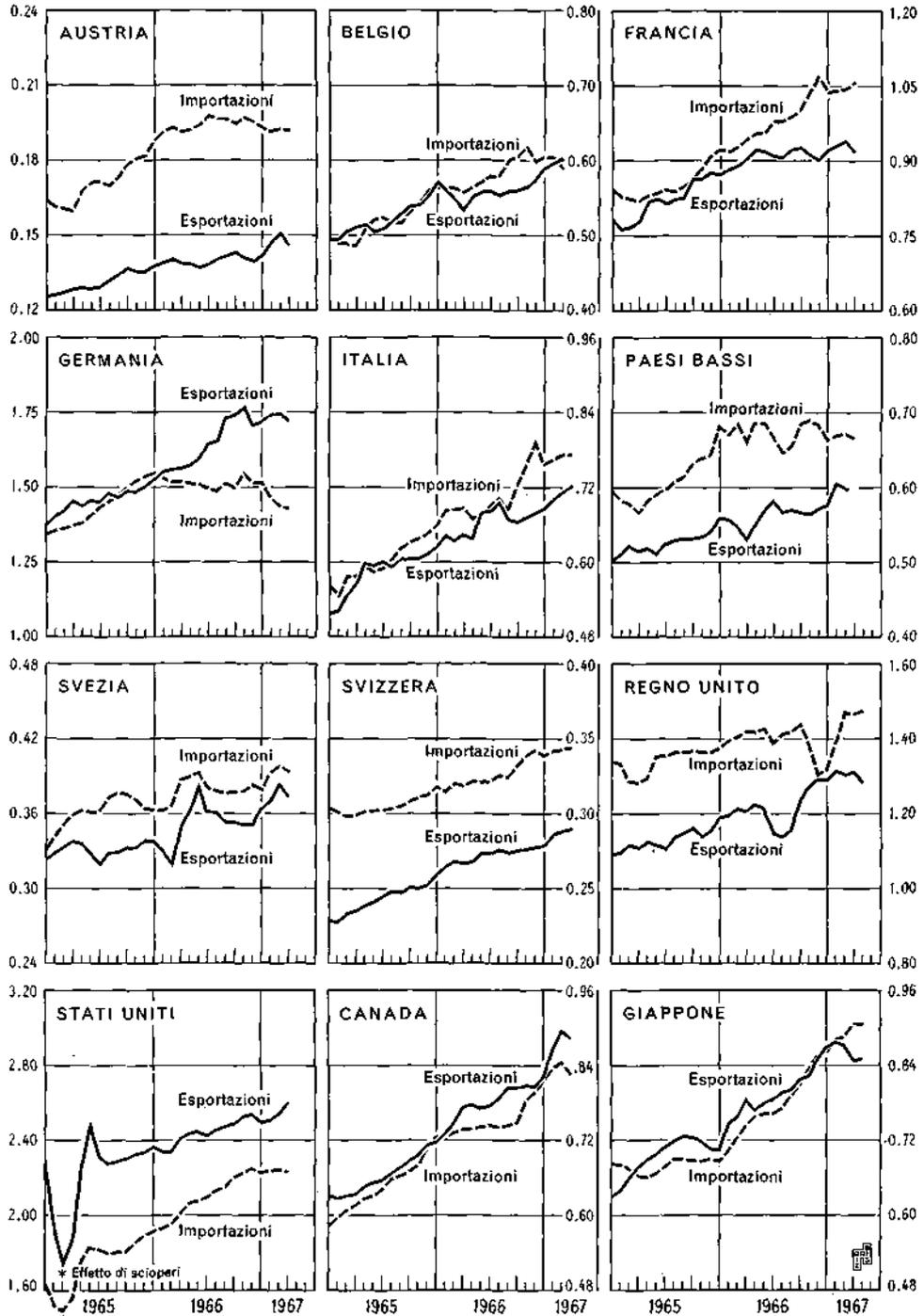
Nel 1965 i prezzi all'esportazione per le materie prime erano diminuiti rispetto all'anno precedente, mentre nel 1966 sono aumentati dell'1%. In particolare sono rimasti stabili i prezzi dei prodotti provenienti dai paesi in via di sviluppo, che nel 1965 avevano avuto l'andamento peggiore, e sono aumentati del 2% quelli dei prodotti dei paesi sviluppati, in seguito essenzialmente alla più alte quotazioni dei cereali e della lana. I prezzi all'esportazione dei metalli non ferrosi hanno avuto un rialzo del 15%, dovuto interamente al rame: questi metalli sono aumentati, negli ultimi tre anni, del 60% e di tale andamento hanno beneficiato, fra gli altri, alcuni paesi in via di sviluppo, quali Cile, Malaysia e Zambia.

Per quanto riguarda la dinamica più recente dei prezzi mondiali delle materie prime, dalla metà del 1965 al primo trimestre del 1966 si è avuta una fase di espansione cui ha fatto seguito, nei successivi due trimestri, una notevole flessione che ha interessato praticamente tutti i prodotti ad eccezione del cacao e del grano. Verso la fine dell'anno i prezzi si sono stabilizzati e nel primo trimestre del 1967 si sono assestati ad un livello inferiore di circa il 5% rispetto a un anno prima.

In termini di valore, i saggi di espansione del commercio fra i paesi sviluppati sono stati lo scorso anno molto più alti nell'America del Nord e in Giappone che nell'Europa occidentale. Le importazioni degli Stati Uniti sono aumentate del 20% circa, in relazione, in parte, alla guerra nel Vietnam, e poichè le esportazioni sono cresciute soltanto del 10%, l'avanzo commerciale si è ridotto da \$4,3 a 2,8 miliardi. La contropartita delle maggiori importazioni degli Stati Uniti è costituita da un forte incremento delle esportazioni dei paesi dell'Europa occidentale, del Canada e del Giappone che sono aumentate rispettivamente del 25, 24 e 20% nei confronti degli Stati Uniti e del 9, 18 e 15,5% in termini globali. Le correnti commerciali da e verso i paesi CEE hanno registrato sviluppi del 9% circa, mentre le esportazioni del gruppo EFTA sono aumentate del 7% e le importazioni del 5%: quest'ultimo valore percentuale riflette essenzialmente la molto modesta espansione degli acquisti del Regno Unito. Per il gruppo comprendente Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa si è avuto un aumento nelle esportazioni dell'8% e una flessione nelle importazioni del 3%, dovuta soprattutto ad una decisa contrazione del flusso di merci verso il Sud Africa. Per i paesi in via di sviluppo, considerati globalmente, le esportazioni sembrano essersi ampliate di pari passo con le importazioni.

L'andamento degli scambi dei paesi della CEE rispecchia essenzialmente le variazioni del commercio della Germania. Nel 1965, quando l'economia tedesca attraversava una fase di effervescenza, i suoi acquisti presso gli altri paesi della Comunità aumentarono del 31%, mentre le relative vendite ebbero soltanto un incremento del 7% per la scarsa disponibilità di capacità produttiva in Germania ed anche per la modesta domanda in Francia e in Italia. Nel 1966 è avvenuto il contrario: per la flessione della domanda interna, le importazioni tedesche dai paesi CEE sono aumentate soltanto del 4%, mentre le esportazioni hanno avuto un incremento del 16%, in relazione soprattutto con la ripresa in Italia e in Francia.

Commercio estero.
Medie mobili non centrate di dati mensili rettificati, in miliardi di dollari S.U.



Sviluppo dei servizi.

La crescente interdipendenza economica fra paesi e regioni del mondo costituisce uno dei più importanti fenomeni fra quelli che hanno caratterizzato il periodo successivo alla seconda guerra mondiale. Essa ha trovato la sua estrinsecazione non soltanto nel settore del commercio, ma anche in quello delle transazioni invisibili, vale a dire nei servizi e nei trasferimenti unilaterali.

Fra il 1955 e il 1965 gli introiti complessivi delle partite invisibili dell'Europa occidentale, dell'America del Nord e del Giappone sono passati da \$22,4 a 49 miliardi, con un incremento del 119%. Nello stesso periodo gli esborsi corrispondenti sono saliti da \$22,2 a 47,8 miliardi, cioè del 116%. Poiché le esportazioni e importazioni degli stessi paesi sono aumentate rispettivamente del 120 e 116%, l'incidenza delle poste invisibili sul totale delle partite correnti è leggermente diminuita.

Europa occidentale, America del Nord e Giappone: Bilancia delle partite invisibili.

Aree	Anni	Noli ¹	Interessi e dividendi	Turismo	Rimesse ²	Transazioni governative ³	Altre partite	Totale
Europa occidentale.	1955	+ 450	+ 620	+ 570	+ 210	+ 1.230	+ 805	+ 3.885
	1960	+ 850	+ 825	+ 1.275	+ 410	- 390	+ 870	+ 3.840
	1965	+ 1.300	+ 1.110	+ 1.925	+ 510	- 1.325	+ 550	+ 4.070
Stati Uniti . .	1955	+ 200	+ 1.955	- 500	- 455	- 4.835	+ 395	- 3.240
	1960	- 165	+ 2.350	- 855	- 485	- 4.770	+ 850	- 3.075
	1965	- 275	+ 4.255	- 1.190	- 630	- 4.465	+ 1.680	- 625
Canada . . .	1955	- 15	- 330	- 120	- 70	+ 40	- 155	- 650
	1960	- 95	- 495	- 215	- 155	- 100	- 235	- 1.295
	1965	- 75	- 705	- 30	- ⁴	- ⁵	- 430	- 1.240
Giappone . .	1955	- 160	- 40	+ 5	- ⁵	+ 500	- 30	+ 275
	1960	- 285	- 35	-	- ⁵	+ 325	- 130	- 125
	1965	- 550	- 190	- 20	- ⁵	+ 215	- 425	- 970

¹ Inclusa l'assicurazione delle merci. ² Guadagni di lavoratori temporaneamente occupati all'estero e rimesse degli emigranti. ³ Servizi e trasferimenti di natura civile e militare. ⁴ Soltanto fondi di emigranti; le rimesse personali e istituzionali sono comprese nella voce "Altre partite". ⁵ Poiché gli importi non sono disponibili separatamente, essi sono riportati sotto la voce "Altre passività".

Nota: I divari fra i dati della tabella qui sopra e quelli riportati nella bilancia consolidata dell'Europa occidentale, nonché nelle tabelle relative ai singoli paesi dipendono dalla diversità dei metodi di calcolo usati. I dati della tabella qui sopra si basano, per quasi tutti i paesi, sulla bilancia delle transazioni ed escludono le lavorazioni per conto e gli arbitraggi su merci, in quanto considerati come facenti parte delle operazioni commerciali. Nelle altre tabelle invece si è dovuto talvolta impiegare la bilancia calcolata sui conti di cassa e le lavorazioni per conto e gli arbitraggi su merci sono stati compresi nelle partite invisibili. Per quanto riguarda gli Stati Uniti il divario è dovuto al fatto che le donazioni governative sono state incluse nella tabella qui sopra, mentre sono escluse dai servizi riportati nella tabella a pagina 95.

La suddivisione per area geografica delle transazioni invisibili permette di individuare un saldo netto attivo per l'Europa occidentale e saldi netti passivi per l'America del Nord e il Giappone. Per il periodo 1955-65 l'avanzo delle partite invisibili per l'Europa, al quale hanno contribuito tutte le principali categorie di transazioni di questo tipo ad eccezione delle spese governative, si è mantenuto costante sul livello di circa \$4 miliardi all'anno. Nell'America del Nord il deficit degli Stati Uniti si è ridotto da \$3,2 a 0,6 miliardi, grazie alla rapida espansione degli interesse e dividendi, unica voce importante, fra quelle comprese nelle transazioni invisibili di detto paese, che produce un'eccedenza. Contemporaneamente

in Canada il disavanzo è invece cresciuto da \$0,7 a 1,2 miliardi. Anche il saldo delle partite invisibili del Giappone si è notevolmente deteriorato negli ultimi anni, passando da un avanzo di \$0,3 miliardi nel 1955 ad un disavanzo di poco inferiore a \$1 miliardo nel 1965.

Fra le cinque principali categorie delle transazioni invisibili, i *noli* rappresentano ancora quella di maggiore importanza per i paesi considerati; nel 1965 essi hanno infatti coperto circa un quarto dei loro introiti ed esborsi complessivi. Fra il 1955 e il 1965 l'eccedenza netta del conto noli dell'Europa occidentale si è quasi triplicata, raggiungendo \$1,3 miliardi. Fra i tradizionali paesi marittimi, la Grecia e gli stati nordici hanno ottenuto in questo periodo i maggiori successi: il tonnellaggio trasportato è più che raddoppiato e i proventi netti sono cresciuti da \$0,6 a 1,4 miliardi. Nel caso del Regno Unito, la cui flotta mercantile rappresenta un'aliquota del totale generale ridottasi dal 20 al 14%, il miglioramento è stato molto meno sensibile: da un disavanzo netto di \$0,1 miliardi nel 1955 ad un'eccedenza netta dello stesso importo nel 1965. L'avanzo netto dei noli dei Paesi Bassi è aumentato in questi dieci anni da \$145 a 350 milioni, mentre è raddoppiato il volume delle merci caricate e scaricate nei porti olandesi.

Europa occidentale, America del Nord e Giappone: Transazioni globali in conto partite invisibili.

Voci	Introiti			Esborsi			Saldo		
	1955	1960	1965	1955	1960	1965	1955	1960	1965
milioni di dollari S.U.									
Noli ¹	6.590	8.840	12.900	6.105	8.535	12.500	+ 475	+ 305	+ 400
Interessi e dividendi	4.925	6.940	11.570	2.720	4.295	7.100	+2.205	+2.645	+4.470
Turismo	2.780	5.010	9.075	2.825	4.805	8.390	- 45	+ 205	+ 685
Rimesse ²	515	1.075	2.095	830	1.305	2.215	- 315	- 230	- 120
Governo ³	3.550	3.225	3.600	6.615	6.160	9.175	-3.065	-4.935	-5.575
Altre transazioni .	4.075	6.275	9.765	3.060	4.920	8.390	+1.015	+1.355	+1.375
Totale	22.425	31.365	49.005	22.155	32.020	47.770	+ 270	- 655	+ 1.235
Commercio estero .	53.725	77.620	118.110	53.700	74.745	115.885	+ 25	+2.875	+2.225
Servizi e trasferimenti in percentuale degli scambi .	42	40	41	41	43	41	-	-	-

¹ Compresa l'assicurazione delle merci. ² Guadagni di lavoratori temporaneamente occupati all'estero e rimesse degli emigranti. ³ Servizi e trasferimenti di natura civile e militare.

Un costante deterioramento ha subito il conto noli degli Stati Uniti, la cui flotta mercantile rappresenta sul totale mondiale una frazione che dopo la guerra si è ridotta dal 50 a soltanto il 12%. Le eccedenze del periodo postbellico si sono arrestate nel 1957 e nel 1965 è stato accusato un deficit di \$275 milioni. Nonostante il considerevole aumento della flotta, il conto noli del Giappone è stato continuamente sfavorevole e nel decennio il disavanzo netto si è ampliato da \$160 a 550 milioni.

Il totale netto degli *interessi e dividendi* dei paesi dell'Europa occidentale, dell'America del Nord e del Giappone è passato fra il 1955 e il 1965 da \$2,2 a 4,5 miliardi e l'aumento ha avuto luogo in massima parte negli anni sessanta.

Gli introiti netti degli Stati Uniti sono aumentati da \$2 a 4,3 miliardi e quelli dei paesi dell'Europa occidentale da \$0,6 a 1,1 miliardi, grazie soprattutto all'espansione da \$0,5 a 1,3 miliardi dei proventi netti percepiti dal Regno Unito. Gli altri paesi europei con un'eccedenza degli introiti sugli esborsi sono stati nel 1965, in ordine decrescente, Svizzera, Paesi Bassi, Francia, Irlanda, Svezia e Belgio-Lussemburgo. La Germania è stato l'unico grande paese europeo in deficit, con esborsi netti pari a quasi \$500 milioni nel 1965, mentre fuori dell'Europa, crescenti disavanzi netti sono stati accusati da Canada e Giappone.

Fra il 1955 e il 1965 il reddito lordo che gli Stati Uniti hanno ricavato dai loro investimenti all'estero è aumentato da \$2,4 a 5,9 miliardi, mentre quello percepito da non residenti che hanno investito negli Stati Uniti è salito da \$0,5 a 1,6 miliardi; nello stesso tempo le attività detenute dagli Stati Uniti in altri paesi sono passate da \$45 a 106 miliardi e quelle detenute negli Stati Uniti da non residenti da \$30 a 59 miliardi. Circa la metà di tutte le attività estere negli Stati Uniti hanno la forma di crediti a breve, mentre questi rappresentano soltanto il 10-15% delle attività americane all'estero. Fino al 1957 i proventi degli investimenti diretti hanno coperto grosso modo l'80% del totale degli interessi e dividendi pagati agli Stati Uniti dall'estero. Questa proporzione è poi diminuita a due terzi circa, specialmente a causa del maggiore indebitamento dell'estero verso gli Stati Uniti sotto forma di emissioni di titoli.

Europa occidentale, America del Nord e Giappone: Interessi e dividendi.

Paesi	Introiti			Esborsi			Saldo		
	1955	1960	1965	1955	1960	1965	1955	1960	1965
milioni di dollari S.U.									
Europa occ.									
Austria	5	20	40	5	25	65	—	—	5
Belgio-Lussemb.	130	180	245	90	130	240	+ 40	+ 50	+ 5
Danimarca	10	25	40	20	20	50	— 10	+ 5	— 10
Finlandia	5	10	10	15	15	55	— 10	— 5	— 45
Francia	150	190	365	80	110	280	+ 70	+ 80	+ 85
Germania	50	200	330	195	395	795	— 145	— 195	— 465
Grecia	—	10	10	5	5	20	— 5	+ 5	— 10
Irlanda	70	85	120	45	50	65	+ 25	+ 35	+ 55
Islanda	—	—	—	—	5	5	—	— 5	— 5
Italia	25	85	200	45	115	285	— 20	— 30	— 85
Norvegia	10	20	40	25	60	110	— 15	— 40	— 70
Paesi Bassi	195	320	560	110	215	360	+ 85	+ 105	+ 200
Portogallo	10	10	20	5	5	30	+ 5	+ 5	— 10
Regno Unito	1.445	1.905	2.770	960	1.225	1.505	+ 485	+ 680	+ 1.265
Spagna	—	10	30	10	25	65	— 10	— 15	— 35
Svezia	30	45	85	15	20	40	+ 15	+ 25	+ 45
Svizzera	170	215	320	50	55	60	+ 120	+ 180	+ 260
Turchia	—	—	—	10	30	45	— 10	— 30	— 45
Totale	2.305	3.330	5.185	1.685	2.505	4.075	+ 620	+ 825	+ 1.110
Canada	160	180	285	480	675	990	— 330	— 495	— 705
Stati Uniti	2.445	3.350	5.900	490	1.000	1.645	+ 1.955	+ 2.350	+ 4.255
Giappone	15	80	200	55	115	390	— 40	— 35	— 190

Il disavanzo del Canada nella voce interessi e dividendi, ampliandosi durante il decennio da \$330 a 700 milioni, riguarda in larga misura gli Stati Uniti, che sono all'origine di tre quarti circa degli investimenti totali esteri in Canada.

Le attività sull'estero del Regno Unito, dopo la flessione da \$14 a 8 miliardi avvenuta fra il 1938 e il 1948, sono state successivamente ricostituite, nonostante i controlli sugli investimenti effettuati al di fuori dell'area della sterlina. A fine 1964 gli investimenti esteri a lungo termine di questo paese ammontavano a \$28,7 miliardi, contro passività, pure a lungo termine, per \$16,7 miliardi. I proventi a titolo di interessi e dividendi sono raddoppiati fra il 1955 e il 1965 raggiungendo \$2,8 miliardi; per contro, gli esborsi corrispondenti sono cresciuti da \$1 a 1,5 miliardi. I redditi netti da investimenti rappresentano la voce attiva di gran lunga più importante fra le partite invisibili, tanto che nel periodo in esame ha grosso modo uguagliato il disavanzo netto accumulato nei servizi e trasferimenti governativi.

I proventi netti per interessi e dividendi della Svizzera, che per importanza occupano il secondo posto dopo il turismo, sono costantemente aumentati nel decennio, da \$120 a 260 milioni. Alla fine del 1965 le attività complessive sull'estero erano stimate pari a \$18,5 miliardi e le passività a \$8,5 miliardi. I crediti e debiti a lungo termine raggiungevano \$10,7 e 4,5 miliardi, mentre le posizioni attive e passive delle banche verso l'estero erano pari a \$4,3 e 3,9 miliardi, rispettivamente.

Nei Paesi Bassi gli introiti e gli esborsi per interessi e dividendi sono praticamente triplicati fra il 1955 e il 1965: gli introiti sono passati da \$195 a 560 milioni e gli esborsi da \$110 a 360 milioni. Quasi sempre si è avuto un deflusso netto di capitali, e le transazioni in titoli hanno rappresentato la voce più importante nel conto capitali. Per il periodo 1955-65, ad eccezione del 1961, gli acquisti di titoli olandesi da parte di non residenti hanno superato gli acquisti di titoli esteri effettuati da residenti olandesi.

La Germania è il solo paese dell'Europa occidentale con un grosso deficit nella voce interessi e dividendi, nonostante il fatto che in quasi tutto il decennio l'uscita netta di capitali ufficiali sia stata superiore all'entrata netta di capitali privati. Fino al 1961 la suddetta uscita rappresentava per la maggior parte rimborsi contrattuali nel quadro dell'Accordo di Londra sui debiti, mentre nel periodo successivo si è trattato di prestiti e crediti ai paesi in via di sviluppo per un importo che negli anni sessanta si è aggirato su \$280 milioni all'anno. I rendimenti degli investimenti esteri in Germania sono stati molto più alti di quelli che la Germania stessa ha percepito con i crediti ufficiali e di conseguenza gli esborsi netti per questa voce sono aumentati fra il 1955 e il 1965 da \$145 a 465 milioni.

Negli anni recenti il *turismo* è diventato nell'Europa occidentale una della maggiori industrie di esportazione. Gli introiti lordi sono aumentati, fra il 1955 e il 1965, da \$1,8 a circa 7 miliardi. Oltre la metà di tale aumento è andata a Francia, Italia e Spagna, i cui proventi si sono accresciuti rispettivamente di \$0,7, 1,1 e 1 miliardi; Austria e Svizzera hanno avuto entrambi un incremento di \$0,5 miliardi. Anche gli esborsi lordi dei paesi europei per viaggi all'estero sono notevol-

mente aumentati nel decennio, passando da \$1,2 a 4,9 miliardi; per due terzi questa espansione ha riguardato Francia, Germania e Regno Unito che hanno visto crescere le loro spese rispettivamente di \$0,8, 1,2 e 0,5 miliardi.

L'avanzo netto dell'Europa occidentale in conto turismo è salito quindi fra il 1955 e il 1965 da \$0,6 a quasi 2 miliardi. Italia e Spagna hanno avuto entrambe nel 1965 un'eccedenza netta di \$1 miliardo, seguite da Austria e Svizzera con \$0,4 miliardi ciascuna. Il disavanzo della voce turismo della Germania è ammontato, nello stesso anno, a \$660 milioni, quello della Svezia a \$115 milioni e quello del Regno Unito a \$270 milioni.

Gli esborsi e gli introiti degli Stati Uniti per viaggi all'estero sono entrambi approssimativamente raddoppiati fra il 1955 e il 1965, raggiungendo rispettivamente, nell'ultimo anno del periodo, \$2,4 e 1,2 miliardi. Il disavanzo netto è quindi aumentato da \$0,5 a 1,2 miliardi. Il deficit del Canada, invece, si è ridotto da \$120 a 30 milioni, grazie soprattutto al maggiore apporto dei turisti degli Stati Uniti.

Le *rimesse* — comprensive tanto dei guadagni dei lavoratori temporaneamente occupati all'estero, quanto delle vere e proprie rimesse degli emigranti — sono cresciute di pari passo con l'espansione delle correnti migratorie verso e all'interno dell'Europa. Fra il 1962 e il 1965 si calcola che sia aumentato da 2,5 a 5,4 milioni di unità il numero massimo dei lavoratori stranieri occupati nei paesi europei. Fra questi quello che ha assorbito nel 1965 la maggior parte della mano d'opera estera è stato la Germania con 1,1 milioni di unità, seguita dalla Francia con 1 milione, dalla Svizzera con 800.000 e dal Regno Unito con 700.000. I principali paesi di emigrazione sono stati l'Italia con 1,5 milioni di lavoratori, la Spagna con 675.000 e l'Irlanda con 600.000.

Fra il 1955 e il 1965 i proventi complessivi dei paesi dell'Europa occidentale sotto forma di rimesse dei lavoratori sono passati, al lordo, da \$400 a 1.900 milioni e, al netto, da \$200 a 500 milioni. I paesi mediterranei dell'Europa hanno visto aumentare, nello stesso periodo, gli introiti complessivi lordi da \$225 a 1.430 milioni. L'Italia, da sola, ha avuto un incremento da \$125 a 800 milioni. Nel 1965 i ricavi netti di questa voce dei paesi mediterranei hanno raggiunto \$1.350 milioni e rappresentano, dopo il turismo, la maggiore entrata delle partite invisibili.

Con il procedere negli anni cinquanta della ricostruzione economica dei paesi dell'Europa sono diminuiti in essi i proventi netti derivanti da *transazioni governative*, sotto forma principalmente di aiuti degli Stati Uniti. Nel 1955, comunque, in relazione ai cospicui pagamenti effettuati dal governo di Washington alla Francia a titolo di contributo al finanziamento della guerra in Indocina, gli introiti globali netti sono ammontati a \$1,2 miliardi. In seguito, la bilancia delle transazioni governative ha rispecchiato essenzialmente il disavanzo netto del Regno Unito che nel 1955 ammontava a meno di \$400 milioni ed è salito in dieci anni a circa \$1.250 milioni. Le transazioni governative della Germania hanno fatto registrare, per quasi tutto il periodo, soltanto una leggera eccedenza, poichè i cospicui contributi degli organi militari stranieri sono stati quasi completamente

neutralizzati dagli esborsi eseguiti dalla Germania per riparazioni e indennizzi. Nel 1965 entrate e uscite erano praticamente in equilibrio al livello di circa \$1.100 milioni.

Fuori dell'Europa il deflusso netto di fondi ad opera del governo degli Stati Uniti si è mantenuto ingente, compreso com'è fra \$4 e 5 miliardi all'anno, e rappresenta per circa la metà spese militari. Per il Giappone infine l'afflusso netto di fondi ufficiali — in gran parte aiuti militari americani — si è contratto fra il 1955 e il 1965 da \$500 a 200 milioni.

Bilance dei pagamenti.

Stati Uniti. Nel 1966 l'andamento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è stato dominato da due fattori: l'inasprimento della guerra nel Vietnam e il "boom" interno degli investimenti. Il primo ha comportato un aumento di \$0,7 miliardi nelle spese militari nette all'estero, mentre il secondo ha avuto effetti contrastanti. Da una parte, aggravando la pressione sulle risorse interne, ha provocato una diminuzione di \$1,1 miliardi nell'eccedenza della bilancia commerciale e, dall'altra, provocando la restrizione delle condizioni creditizie all'interno, ha contribuito a ridurre di \$1,9 miliardi l'uscita netta di fondi privati. Il miglioramento del conto capitali — dovuto in parte al programma di limitazione volontaria ed anche alle speciali conversioni da forme liquide ad altre non liquide di certe disponibilità ufficiali estere in dollari — ha praticamente compensato il peggioramento avvenuto nelle partite correnti e di conseguenza il saldo passivo, calcolato sulla base della liquidità, si è ampliato soltanto da \$1,3 a 1,4 miliardi. Tuttavia, effettuando lo stesso calcolo sulla base delle transazioni ufficiali, si è avuto un miglioramento perchè si è passati da un saldo passivo di \$1,3 miliardi ad un saldo attivo di \$0,2 miliardi, grazie soprattutto all'aumento di \$2,7 miliardi nelle passività liquide verso banche commerciali estere.

La diminuzione dell'avanzo commerciale da \$4,8 a 3,7 miliardi non è derivata da un rallentamento delle esportazioni, ma piuttosto da un'eccezionale espansione delle importazioni: queste, dopo un aumento del 15% nel 1965, sono progredite durante lo scorso anno di un altro 19% fino a raggiungere un livello che supera di oltre il 75% il minimo ciclico del 1961. La pressione della domanda interna si è ampiamente riflessa nell'aumento delle importazioni di manufatti. Gli acquisti all'estero di beni di consumo (esclusi generi alimentari e bevande) sono aumentati nel 1965 di \$0,7 miliardi e nel 1966 di \$1,3 miliardi, o del 30%. Le automobili sono state i prodotti predominanti e le loro spedizioni, specialmente dal Canada e dalla Germania, sono grosso modo raddoppiate, passando da \$670 a 1.245 milioni. Le importazioni di beni strumentali, che nel 1965 avevano progredito di \$450 milioni, sono ancora aumentate di \$1 miliardo, o del 60%, mentre quelle di prodotti per l'industria, che all'incirca hanno seguito di pari passo lo sviluppo della produzione industriale, hanno avuto un incremento di \$1,1 miliardi.

L'espansione delle esportazioni commerciali, nonostante le crescenti pressioni sulla capacità produttiva, si è intensificata, secondo i dati dell'Ufficio di statistica, dal 3 all'11%. In parte, il più elevato saggio di sviluppo può essere

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1965	Anno	1966				1967 1° trimestre ¹
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
	milioni di dollari ²						
Beni e servizi							
Esportazioni (f.o.b.)							
finanziate dal governo	2.765	2.945	715	805	665	760	.
commerciali	23.510	26.235	6.360	6.565	6.305	7.005	.
Totale	26.275	29.180	7.155	7.100	7.425	7.500	7.730
Importazioni (f.o.b.)	21.485	25.505	5.980	6.220	6.640	6.665	6.700
Saldo commerciale	+ 4.790	+ 3.675	+ 1.175	+ 880	+ 785	+ 835	+ 1.030
Interessi e dividendi							
compresi diritti vari	+ 5.165	+ 5.360	+ 1.330	+ 1.395	+ 1.360	+ 1.275	.
Spese militari nette	- 2.035	- 2.740	- 655	- 640	- 720	- 725	.
Pensioni e rimesse	- 995	- 990	- 235	- 235	- 275	- 246	.
Altri servizi	- 960	- 1.000	- 270	- 250	- 220	- 260	.
Totale	+ 1.175³	+ 630	+ 170	+ 270	+ 145	+ 45	.
Saldo commerciale e dei servizi	+ 5.965	+ 4.305	+ 1.345	+ 1.150	+ 930	+ 880	.
Movimenti di capitali privati							
Capitali S.U.							
A lungo termine							
Investimenti diretti	- 3.370	- 3.365	- 690	- 975	- 735	- 965	.
Investimenti di portafoglio	- 760	- 425	- 320	+ 5	- 70	- 40	- 260
Prestiti bancari	- 230	+ 330	+ 120	- 30	+ 85	+ 155	+ 150
Altri capitali	- 90	- 115	- 15	- 55	- 30	- 15	.
Totale	- 4.450	- 3.575	- 905	- 1.055	- 750	- 865	.
A breve							
Banche	+ 325	- 70	+ 140	- 90	+ 20	- 140	- 85
Settore non bancario	+ 435	- 265	- 165	+ 50	- 15	- 135	.
Totale	+ 760	- 335	- 25	- 40	+ 5	- 275	.
Totale capitali privati	- 3.690	- 3.910	- 930	- 1.095	- 745	- 1.140	.
Capitali esteri non liquidi⁴							
Acquisto di titoli mobiliari S.U.	- 445	+ 880	+ 175	+ 505	+ 110	+ 90	+ 75
Altri capitali	+ 440	+ 1.275	+ 160	+ 540	+ 75	+ 500	.
Totale	- 5	+ 2.155	+ 335	+ 1.045	+ 185	+ 590	.
Saldo del conto capitali privati	- 3.695	- 1.755	- 595	- 50	- 560	- 550	.
Donazioni e prestiti governativi, al netto di rimborsi, e transazioni varie in conto capitali non liquidi	- 3.175	- 3.385	- 1.005	- 1.025	- 740	- 615	.
Errori e omissioni	- 430	- 590	- 290	- 195	+ 170	- 275	.
Bilancia dei pagamenti sulla base della liquidità, rettificata per variazioni stagionali	- 1.335	- 1.425	- 545	- 120	- 200	- 560	.
Bilancia dei pagamenti sulla base della liquidità, riveduta ma non rettificata⁵	- 1.335	- 1.365	- 50	- 145	- 700	- 470	- 230

¹ Dati provvisori. ² I dati trimestrali sono rettificati per variazioni stagionali, esclusi i totali parziali relativi alle esportazioni. ³ Vedasi nota alla tabella a pagina 89. ⁴ Investimenti privati e ufficiali esteri in strumenti privati S.U. non liquidi. ⁵ Alla metà di maggio non erano disponibili i dati riveduti per tutte le partite.

spiegato con lo sciopero dei portuali del 1965. Si è avuta una ripresa delle esportazioni agricole dopo la flessione avvenuta nel 1965, ma anche il ritmo per i prodotti non agricoli è accelerato dal 5 al 10%. Sono invece diminuite le esportazioni di macchine utensili per le quali la domanda interna è particolarmente sostenuta.

Circa la distribuzione geografica del commercio di esportazione, i maggiori incrementi si sono registrati verso il Canada (20%) e il Giappone (14%). Insieme, questi due paesi hanno assorbito circa la metà dell'aumento di \$2,7 miliardi delle vendite degli Stati Uniti. Le spedizioni verso l'Europa occidentale, al contrario, sono aumentate dell'8%.

Il recente rallentamento dell'attività economica degli Stati Uniti si è già riflesso sul conto merci. Nel trimestre finale dello scorso anno lo sviluppo delle importazioni ha incominciato a decelerare e questo andamento è continuato nel primo trimestre del 1967, quando, in seguito anche ad un sensibile incremento delle esportazioni, l'avanzo commerciale è salito ad oltre \$1 miliardo.

L'aumento da \$2 a 2,7 miliardi delle spese militari nette costituisce l'altra causa principale del peggioramento della bilancia dei pagamenti: esso è dovuto interamente alla guerra nel Vietnam. Per quanto riguarda le altre voci più importanti delle partite correnti, gli introiti netti per interessi e dividendi (compresi i diritti) hanno continuato ad ampliarsi, anche se in misura nettamente inferiore rispetto agli anni precedenti. Fra il 1960 e il 1965 l'incremento medio annuo era stato di \$480 milioni, mentre nel 1966 è stato soltanto di \$195 milioni. Insignificante è stato l'aumento dei redditi da investimenti diretti, il quale era invece ammontato a \$290 milioni nel 1965. Le altre voci dei servizi (comprese le rimesse private) non hanno praticamente subito variazioni, essendo cresciute, tanto le entrate quanto le uscite, di circa \$0,5 miliardi. Pertanto, l'eccedenza delle partite correnti si è ridotta di \$1,7 miliardi, ragguagliandosi a \$4,3 miliardi.

Il disavanzo nei movimenti di capitali privati, che dalla punta di \$6,3 miliardi del 1964 era già sceso a \$3,7 miliardi nel 1965, si è ulteriormente ridotto a \$1,75 miliardi. Questa tendenza ha presentato tuttavia nel 1966 una fisionomia completamente diversa da quella dell'anno precedente. Nel 1965 il saldo dei movimenti di capitali a breve era migliorato di \$2,9 miliardi, mentre il deflusso di fondi a lungo termine aveva avuto un incremento di \$0,3 miliardi; invece nel 1966 il conto capitali a breve è passato da un'eccedenza di \$0,9 miliardi ad un deficit di \$0,1 miliardi, mentre le uscite di fondi a lungo termine si sono ridotte da \$4,6 a 1,7 miliardi. Inoltre, nel 1965, a causa del programma di limitazione volontaria, il minore disavanzo del conto capitali era derivato dalla flessione delle uscite nette di fondi americani, mentre nel 1966 è stato determinato quasi completamente da un aumento dell'afflusso netto di capitali esteri.

Le esportazioni nette di mezzi finanziari privati degli Stati Uniti, che nel 1965 erano diminuite da \$6,5 a 3,7 miliardi, si sono assestate su \$3,9 miliardi. Gli investimenti diretti, dopo aver raggiunto nel 1965 l'importo di \$3,4 miliardi, sono rimasti durante lo scorso anno a questo elevato livello. Gli investimenti nei paesi continentali dell'Europa occidentale e in Canada sono progrediti rispettivamente di \$210 e 175 milioni e quelli nei paesi asiatici e africani (esclusi Giappone e Sud Africa) si sono ridotti a \$250 milioni, diminuendo di \$300 milioni.

Le nuove emissioni nette estere sul mercato dei capitali degli Stati Uniti sono scese lo scorso anno da \$1 a 0,7 miliardi, a causa soprattutto dei maggiori rimborsi. Inoltre, in relazione all'imposta di conguaglio degli interessi, i residenti degli Stati Uniti hanno continuato a liquidare i loro portafogli di titoli esteri: le vendite nette sono ammontate a \$275 milioni, superando di \$50 milioni quelle del 1965. Nel settore bancario, i prestiti a lungo termine degli Stati Uniti sono diminuiti di \$330 milioni e quelli a breve sono aumentati di \$70 milioni, sicchè il credito complessivo delle banche a non residenti si è ridotto di \$260 milioni e alla fine dell'anno era di \$865 milioni al disotto del limite fissato dal programma di limitazione volontaria. Per contro, i crediti a breve sull'estero di residenti americani non bancari, dopo una flessione di \$435 milioni nel 1965, sono aumentati di \$265 milioni. Si ritiene che la principale causa di questo incremento sia stato il fatto che le società degli Stati Uniti hanno depositato nel mercato dell'eurodollaro i fondi ricavati dalle loro emissioni in Europa.

Il flusso netto di capitali esteri in forma non liquida verso gli Stati Uniti, nullo nel 1965, ha raggiunto \$2,2 miliardi circa. Oltre la metà di questo aumento ha interessato le disponibilità estere di titoli americani (esclusi quelli emessi dal Tesoro) ampliatesi di \$880 milioni. Nel 1965 al contrario si era avuta una loro diminuzione di \$445 milioni, dovuta alla circostanza che il Tesoro del Regno Unito stava liquidando il proprio portafoglio di titoli in dollari. Il grosso dell'aumento del 1966 è stato originato dagli acquisti di non residenti di titoli collocati dalle società americane sui mercati finanziari europei. Si sono avuti, inoltre, ingenti acquisti da parte di autorità ufficiali estere di titoli emessi dal governo degli Stati Uniti.

I crediti esteri a lungo termine sulle banche americane, che già nel 1965 si erano accresciuti di \$205 milioni, hanno avuto un ulteriore aumento di \$930 milioni. In pratica, questa espansione è avvenuta interamente sotto forma di depositi a lunga scadenza e di acquisti di certificati di deposito, pure a lungo termine, da parte di paesi dell'Asia e dell'America latina e di istituzioni internazionali.

Nonostante un aumento da \$220 a 430 milioni nei rimborsi anticipati di debiti, le donazioni e i prestiti governativi netti (comprese transazioni varie di capitali non liquidi) hanno avuto un leggero incremento da \$3,2 a 3,4 miliardi. Le donazioni sono aumentate di poco più di \$100 milioni e si è avuta un'espansione di quasi \$250 milioni nelle disponibilità ufficiali in valute estere non conteggiate fra le riserve.

Canada. Nonostante l'aumento del livello dell'attività economica interna, l'eccedenza delle esportazioni canadesi, compreso l'oro non monetario, si è ampliata nel 1966 da \$235 a 465 milioni. Gli afflussi netti di capitale sono stati di \$315 milioni superiori a quelli del 1965 e di conseguenza la bilancia globale dei pagamenti è passata da un saldo negativo di \$260 milioni ad un saldo positivo di \$145 milioni.

Le esportazioni, sulla base della bilancia dei pagamenti, sono aumentate di \$1.400 milioni, pari al 17%. Le vendite agli Stati Uniti, che rappresentano i tre quinti del totale, hanno progredito del 24%. Metà di questo incremento è stato

Canada: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1965	1966				
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U. ¹						
Transazioni commerciali (f.o.b.)						
Esportazioni	8.215	9.615	2.340	2.335	2.450	2.490
Importazioni	7.980	9.150	2.205	2.240	2.310	2.395
Saldo	+ 235	+ 465	+ 135	+ 95	+ 140	+ 95
Servizi						
Interessi e dividendi	- 705	- 815	- 185	- 190	- 210	- 230
Altri servizi	- 530	- 560	- 140	- 120	- 165	- 135
Totale	- 1.235	- 1.375	- 325	- 310	- 375	- 365
Saldo delle partite correnti	- 1.000	- 910	- 190	- 215	- 235	- 270
Conto capitali a lungo termine						
Nuove emissioni canadesi all'estero (al netto)	+ 765	+ 875	+ 435	+ 190	+ 185	+ 65
Operazioni su titoli canadesi già emessi	- 185	- 215	- 20	- 60	- 80	- 55
Operazioni su titoli esteri	- 80	- 330	- 65	- 85	- 105	- 75
Investimenti diretti	+ 260	+ 620	+ 95	+ 140	+ 220	+ 165
Altri capitali	- 100	- 70	- 30	+ 15	- 40	- 15
Totale	+ 660	+ 880	+ 415	+ 200	+ 180	+ 85
Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine	- 340	- 30	+ 225	- 15	- 55	- 185
Conto capitali a breve ²	+ 80	+ 175	- 215	- 105	+ 250	+ 245
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	- 260	+ 145	+ 10	- 120	+ 195	+ 60

¹ I dati trimestrali relativi al saldo delle partite correnti sono rettificati per variazioni stagionali. ² Compresa la partita bilanciante.

assicurato dall'espansione, da \$340 a 900 milioni, delle forniture di automobili, autocarri e parti di ricambio nel quadro dell'accordo riguardante gli autoveicoli, stipulato nel 1965 fra Stati Uniti e Canada, che prevede la reciproca esenzione doganale. Le esportazioni verso il Regno Unito sono leggermente diminuite, mentre quelle verso gli altri paesi sono aumentate di \$300 milioni, cioè del 13%. Per due terzi l'incremento è derivato dalle maggiori forniture di grano e farina, specialmente all'URSS e all'India.

Per il terzo anno consecutivo le importazioni canadesi sono aumentate del 14,5%. I prodotti previsti dall'accordo con gli Stati Uniti, concernente gli autoveicoli, si sono accresciuti del 41% e gli altri del 10,5%, all'incirca come nel 1965.

I maggiori pagamenti per interessi e dividendi hanno contribuito in larga misura a far aumentare di \$140 milioni il deficit nel conto servizi, sul quale ha influito anche l'accresciuto aiuto del governo canadese, soprattutto nella forma di finanziamento delle forniture di grano all'India.

Con \$880 milioni, l'afflusso netto di capitali a lungo termine è stato il più elevato dal 1959 ed ha superato di \$220 milioni il livello dell'anno precedente. Gli investimenti diretti netti si sono ampliati di \$360 milioni, mentre quelli del-

l'estero in Canada sono aumentati da \$375 a 610 milioni e provengono in massima parte dagli Stati Uniti. Inoltre, per la prima volta dal 1950, non figura alcun saldo relativo a investimenti diretti del Canada all'estero, essendo stati questi compensati dalla vendita che una società petrolifera canadese ha effettuato della propria filiale estera.

Le nuove emissioni nette del Canada all'estero sono parimenti aumentate da \$765 a 875 milioni; per metà le relative entrate sono affluite nel primo trimestre dell'anno quando ha avuto luogo il trasferimento, che risale al precedente trimestre, dei proventi realizzati con le cospicue emissioni canadesi sul mercato di Nuova York verso la fine del 1965. D'altra parte, gli acquisti netti di titoli esteri, specialmente degli Stati Uniti, sono passati da \$80 a 330 milioni, mentre gli afflussi netti di capitali a breve, esclusi i fondi delle banche canadesi, hanno avuto un incremento da \$80 a 175 milioni, concorrendo anch'essi al capovolgimento della bilancia dei pagamenti.

Paesi dell'Europa occidentale. Il disavanzo complessivo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti dei paesi dell'Europa occidentale si è ridotto da \$1,3 miliardi nel 1965 a \$0,7 miliardi lo scorso anno. L'avanzo dei paesi CEE è aumentato da \$0,8 a 1,3 miliardi e il disavanzo dei paesi EFTA è sceso da \$1,1 a 0,8 miliardi.

Nel 1966, la variazione più importante è quella verificatasi nelle partite correnti della Germania, perchè il disavanzo di \$1,5 miliardi è stato sostituito da un'eccedenza di \$0,1 miliardi, interamente dovuta ad un incremento dell'avanzo commerciale. Le partite correnti di altri paesi CEE si sono deteriorate, essendosi contratti gli avanzi della Francia e dell'Italia; nel caso del Belgio la posizione da creditoria è diventata debitoria, mentre è aumentato il disavanzo dei Paesi Bassi. Con l'eccezione di Austria e Norvegia, i saldi delle partite correnti di tutti i paesi EFTA sono migliorati. Il disavanzo globale dei sei paesi non facenti parte dei gruppi CEE ed EFTA è cresciuto di oltre \$200 milioni, che sono da ascrivere soprattutto ai maggiori deficit registrati da Spagna e Turchia.

Regno Unito. In seguito soprattutto alle misure adottate nel luglio 1966, il disavanzo della bilancia dei pagamenti nelle partite correnti e nel conto capitali a lungo termine si è ancora una volta notevolmente ridotto: da \$975 a 530 milioni. Tenendo conto dell'effetto prodotto dalla ripresa del servizio degli interessi sui prestiti nordamericani postbellici, il miglioramento della bilancia di base è stato di circa \$625 milioni. Tanto il conto merci che il conto capitali a lungo termine hanno contribuito sensibilmente al conseguimento di questo risultato, in quanto il disavanzo commerciale è diminuito di \$370 milioni e il deflusso netto di capitali di \$310 milioni. D'altra parte, gli introiti netti da servizi si sono contratti di \$235 milioni. Siccome l'avanzo nella partita bilanciante ha pure subito una notevole flessione, il saldo passivo globale si è ridotto soltanto da \$695 a 500 milioni. Nonostante un lieve peggioramento della bilancia commerciale, è probabile che il saldo globale abbia continuato ad essere attivo nel primo trimestre del 1967.

Sulla base dei conti commerciali, le esportazioni sono cresciute del 6,5% contro il 7% nel 1965. Buona parte dell'aumento ottenuto nel 1966 può essere

Paesi dell'Europa occidentale: Bilance del pagamenti.

Paesi	Anni	Saldo commerciale (f.o.b.)	Servizi ¹	Saldo delle partite correnti	Movimenti netti di capitali (entrata +) ²		Saldo complessivo ³
					A lungo termine	A breve termine	
milioni di dollari S.U.							
Belgio-Lussemburgo . .	1965	- 90	+ 240	+ 150	+ 50	- 65	+ 135
	1966	- 350	+ 250	- 100	-	10	- 110
Francia	1965	+ 390	+ 130	+ 520	+ 110 ⁴	+ 330 ⁵	+ 960
	1966	- 45	+ 80	+ 35	+ 10 ⁴	+ 295 ⁵	+ 340
Germania	1965	+ 1.275	- 2.795	- 1.520	+ 205	+ 1.035	- 280
	1966	+ 2.915	- 2.810	+ 105	- 250 ⁴	+ 595	+ 450
Italia	1965	- 475 ⁶	+ 2.110	+ 1.635	- 45	- 15	+ 1.575
	1966	- 995 ⁶	+ 2.380	+ 1.385	- 805 ⁴	- 20	+ 560
Paesi Bassi	1965	- 670	+ 650	- 20	- 45	+ 65	-
	1966	- 605	+ 515	- 90	+ 55	- 5	- 40
Totale paesi CEE . .	1965	+ 430	+ 335	+ 765	+ 275	+ 1.350	+ 2.390
	1966	+ 920	+ 415	+ 1.335	-	135	+ 1.200
Austria	1965	- 525 ⁶	+ 490	- 35	- 55	+ 35	- 55
	1966	- 670 ⁶	+ 480	- 190	- 30	+ 155	- 65
Danimarca	1965	- 285	+ 175	- 110	+ 130	-	+ 20
	1966	- 265	+ 205	- 60	+ 90	-	+ 30
Norvegia	1965	- 780 ⁶	+ 670	- 110	+ 200	+ 70	+ 160
	1966	- 650 ⁶	+ 685	- 165	+ 135	+ 35	+ 5
Portogallo	1965	- 295	+ 170	- 125	+ 65	+ 145 ⁷	+ 85
	1966	- 325	+ 300	- 25	+ 110	+ 30 ⁷	+ 115
Regno Unito	1965	- 755	+ 450	- 305	- 670	+ 280	- 695
	1966	- 385	+ 215	- 170	- 360	+ 30	- 500
Svezia	1965	- 405 ⁶	+ 105	- 300	-	+ 325	+ 25
	1966	- 300 ⁶	+ 65	- 235	-	+ 330	+ 95
Svizzera	1965	- 710 ⁶	+ 640	- 70	+ 130	-	+ 60 ⁸
	1966	- 650 ⁶	+ 730	+ 80	-	95	- 15 ⁸
Totale paesi EFTA . .	1965	- 3.755	+ 2.700	- 1.055	+ 655	-	- 400
	1966	- 3.445	+ 2.680	- 765	+ 430	-	- 335
Finlandia	1965	- 225 ⁶	+ 35	- 190	+ 35	+ 70	- 85
	1966	- 230 ⁶	+ 25	- 205	+ 50	+ 10	- 145
Grecia	1965	- 700 ⁶	+ 435	- 265	+ 205	+ 30	- 30
	1966	- 725 ⁶	+ 490	- 235	+ 220	+ 40	+ 25
Irlanda	1965	- 415 ⁶	+ 300	- 115	+ 65	-	- 50
	1966	- 365 ⁶	+ 320	- 45	+ 120	-	+ 75
Islanda	1965	+ 5	+ 0	+ 5	-	-	+ 5
	1966	- 10	+ 0	- 10	+ 10	-	+ 0
Spagna	1965	- 1.670	+ 1.280	- 390	+ 195	+ 90	- 105 ⁹
	1966	- 2.000	+ 1.420	- 580	+ 360	+ 15	- 205 ⁹
Turchia	1965	- 115 ⁶	+ 40	- 75	+ 100	-	+ 25 ⁹
	1966	- 235 ⁶	+ 65	- 170	+ 135	-	- 35 ⁹
Totale "Altri paesi" . .	1965	- 3.120	+ 2.090	- 1.030	+ 790	-	- 240
	1966	- 3.565	+ 2.320	- 1.245	+ 960	-	- 285
Totale complessivo . .	1965	- 6.445	+ 5.125 ¹	- 1.320	+ 3.070	-	+ 1.750
	1966	- 6.090	+ 5.415	- 675	+ 1.255	-	+ 580

¹ Compresi i trasferimenti unilaterali. ² 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. ³ Pari alle variazioni nelle attività ufficiali nette e nella posizione netta delle banche commerciali. ⁴ Compresi i pagamenti anticipati di debiti ufficiali. ⁵ Compreso il saldo dei territori francesi d'oltremare rispetto all'area non appartenente al franco. ⁶ Importazioni calcolate su base c.i.f. ⁷ Compreso il saldo dei territori portoghesi d'oltremare rispetto all'area non appartenente allo scudo. ⁸ Soltanto attività ufficiali nette. ⁹ Vedasi nota alla tabella a pagina 89.

attribuita ad un'espansione del 25 % nelle vendite agli Stati Uniti, la quale è stata quasi uguale a quella dell'anno precedente. Le spedizioni verso i paesi EFTA sono cresciute dell'11 % e quelle verso i paesi CEE del 5,5 %, cui ha contribuito un'imponente ripresa nelle vendite all'Italia e alla Francia. Le esportazioni verso l'Europa orientale e l'URSS hanno continuato a progredire rapidamente, mentre quelle verso l'area della sterlina (esclusa la Rhodesia), che erano aumentate del 7 % nel 1965, hanno subito una flessione dell'1,5 %.

Le importazioni si sono dilatate del 3,5 % contro soltanto l'1 % nel 1965; al nuovo incremento i maggiori prezzi hanno contribuito con l'1 % e l'accresciuto volume delle merci con il 2,5 %. Nonostante che il dazio supplementare sulle importazioni sia rimasto in vigore quasi fino alla fine dell'anno, gli acquisti per le categorie di merci ad esso assoggettate (cioè tutte, esclusi i generi alimentari, i combustibili e i prodotti base) sono aumentati del 9,5 % nel 1966, mentre le derrate alimentari importate sono rimaste al livello del 1965 e i prodotti base sono diminuiti del 4 %. I beni d'investimento hanno subito un incremento del 13 % (17 % per quanto riguarda i macchinari), mentre i beni di consumo sono cresciuti dell'11 %. Gli acquisti di prodotti semilavorati esteri sono saliti dell'8 %, rispecchiando in ampia misura il maggiore prezzo del rame, sebbene, in termini di volume, le importazioni di questo metallo siano declinate.

La bilancia commerciale è migliorata sensibilmente nel corso dell'anno, in quanto è passata da un disavanzo di \$505 milioni nella prima metà ad un avanzo di \$120 milioni nel secondo semestre. Questo andamento riflette in certa misura due speciali eventi: lo sciopero dei marittimi, che ha provocato lo spostamento di alcune esportazioni dal secondo al terzo trimestre dell'anno (mentre l'effetto analogo sulle importazioni è stato meno marcato) e una temporanea riduzione delle importazioni alla vigilia dell'abolizione del dazio supplementare, avvenuta verso la fine di novembre. In complesso, il miglioramento può essere attribuito alle misure antinflazionistiche adottate nel luglio. Inoltre, benchè le conseguenze della rimozione del dazio supplementare rendano difficile interpretare le statistiche commerciali relative ai primi mesi del 1967, si ritiene che le esportazioni del primo quadrimestre abbiano superato del 7 % il livello di un anno prima e che le importazioni nei sette mesi dall'ottobre 1966 all'aprile 1967 siano state, in media, allo stesso livello del gennaio-settembre 1966.

Nel 1966 l'avanzo delle transazioni invisibili si è contratto in misura cospicua: da \$450 a 215 milioni. Hanno contribuito a questo risultato diversi fattori speciali, come il ripristino dei pagamenti sui prestiti postbellici nordamericani, la riduzione nei profitti delle compagnie petrolifere in dipendenza di esborsi accelerati per tributi, nonchè lo sciopero dei marittimi.

In conto capitali a lungo termine, il deflusso netto è sceso da \$670 a 360 milioni; la flessione è quasi interamente dovuta al conto capitali privati. Gli investimenti privati netti effettuati all'estero sono diminuiti di \$110 milioni, come risultato dei disinvestimenti di portafoglio verificatisi dopo l'introduzione, nell'aprile 1965, delle misure di controllo valutario, in base alle quali i residenti hanno dovuto cedere al cambio ufficiale il 25 % degli introiti dalla vendita di titoli esteri. L'incremento degli investimenti diretti è stato impedito da diverse misure restrit-

Regno Unito: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1964	1965	Anno	1966			
				1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U.							
Merci (f.o.b.)²							
Importazioni	14.040	14.150	14.695	3.750	3.665	3.810	3.470
Esportazioni e riesportazioni	12.520	13.395	14.310	3.540	3.370	3.615	3.785
Saldo	-1.520	- 755	- 385	- 210	- 295	- 195	+ 315
Servizi²	+ 420	+ 450	+ 215	+ 90	+ 5	+ 55	+ 65
Saldo delle partite correnti²	-	-	-	- 120	- 290	- 140	+ 380
Saldo prima della rettificazione	-1.100	- 305	- 170	- 95	- 205	- 310	+ 440
Conto capitali a lungo termine							
Capitali ufficiali	- 325	- 235	- 220	- 70	+ 50	- 40	- 160
Capitali privati britannici	-1.135	- 995	- 885	- 255	- 280	- 175	- 175
Capitali privati esteri	+ 430	+ 560	+ 745	+ 120	+ 255	+ 135	+ 235
Totale capitali privati	- 705	- 435	- 140	- 135	- 25	- 40	+ 60
Totale capitali a lungo termine	-1.030	- 670	- 360	- 205	+ 25	- 80	- 100
Saldo delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine	-2.130	- 975	- 530	- 300	- 180	- 390	+ 340
Errori e omissioni	+ 75	+ 280	+ 30	+ 180	- 75	+ 100	- 175
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	-2.055	- 695	- 500	- 120	- 255	- 290	+ 165

¹ Sulla base delle transazioni. ² I dati trimestrali sono rettificati per variazioni stagionali.

tive, comprese quelle annunciate nel maggio 1966 relative ai deflussi verso i paesi sviluppati dell'area della sterlina. Si è infine registrata una diminuzione negli investimenti esteri delle compagnie petrolifere.

D'altra parte, l'afflusso netto di capitali privati esteri nel Regno Unito è cresciuto di \$185 milioni, ad un totale di \$745 milioni. Gli investimenti diretti sono aumentati di quasi \$100 milioni, in seguito a parecchie transazioni di cospicua entità concernenti l'acquisizione di una maggioranza di interessi in società britanniche da parte di imprese americane. Gli investimenti di compagnie petrolifere estere nonché gli esborsi di società per programmi di ricerca di gas naturale nel Mare del Nord hanno subito un'espansione. Gli averi esteri in titoli britannici si sono di nuovo ridotti, dato che i disinvestimenti netti, per \$145 milioni, sono stati superiori di \$10 milioni a quelli dell'anno precedente.

Il deflusso netto di capitali ufficiali è stato alquanto minore a quello registrato nel 1965, essendo ammontato a \$220 milioni. I prestiti concessi dal Regno Unito per \$265 milioni hanno superato di \$55 milioni il livello dell'anno precedente e quindi più che compensato la contrazione nelle donazioni di natura economica del governo ai paesi in via di sviluppo, riportata nelle partite correnti. Un importo all'incirca di \$145 milioni è stato prelevato nel corso dell'anno presso l'Export-Import Bank per effettuare pagamenti di aerei e missili militari di fabbricazione americana, per cui nel secondo trimestre il conto capitali ufficiali ha realizzato

un avanzo netto; nel quarto trimestre, invece, il rimborso dei prestiti nordamericani (le prime rate complete dal 1963) ha fatto salire il deflusso a \$160 milioni.

La partita bilanciante, che rappresenta in parte le differenze di tempo fra la registrazione delle operazioni relative alla bilancia dei pagamenti ed il regolamento dei conti, era stata positiva per \$280 milioni nel 1965 e aveva raggiunto la media di \$175 milioni nel periodo 1958-65; lo scorso anno essa è scesa a \$30 milioni. La flessione è dovuta interamente ad un importo negativo, eccezionalmente cospicuo, accumulato nel quarto trimestre, a causa dell'abolizione del dazio supplementare sulle merci importate; ciò significa che per un certo periodo gli arrivi delle merci acquistate sono stati in ritardo rispetto ai relativi pagamenti.

Germania. Nel 1966, il fattore dominante della bilancia dei pagamenti tedesca è stato costituito dal continuo miglioramento della bilancia commerciale, che ha avuto inizio nell'ultimo trimestre del 1965 e ha portato l'avanzo commerciale, per l'anno nel suo complesso, a poco meno di \$2 miliardi contro \$300 milioni nel 1965. Si è verificato un movimento compensatore di \$450 milioni nel conto capitali a lungo termine, quasi metà del quale è dovuto ad un pagamento anticipato di debiti agli Stati Uniti per \$195 milioni. La bilancia dei pagamenti di base è pertanto passata da un disavanzo di \$1.315 milioni nel 1965 ad un deficit di soltanto \$145 milioni nel 1966, oppure ad un avanzo di \$50 milioni, se si esclude il pagamento anticipato di debiti. L'avanzo commerciale ha continuato a crescere nel primo trimestre del 1967, nel quale ha toccato il più elevato importo trimestrale mai raggiunto (\$1.080 milioni). Poichè le altre partite della bilancia dei pagamenti hanno presentato un disavanzo netto di \$160 milioni, la bilancia complessiva ha accumulato un saldo attivo di \$920 milioni.

La maggior parte del miglioramento nella bilancia commerciale è da attribuire al fatto che le importazioni sono cresciute soltanto di \$0,5 miliardi, ossia del 3% contro un incremento di quasi \$3 miliardi nel 1965. Nella prima metà del 1966 le importazioni hanno superato dell'8% il livello del periodo corrispondente del 1965, mentre nel secondo semestre il loro volume è stato lievemente inferiore a quello dello stesso periodo dell'anno precedente. A questo andamento hanno contribuito tre fattori principali. Il primo e più importante è stato il rallentamento della domanda interna, che ha influito in modo particolare sulle importazioni di manufatti per usi civili: nel 1965 queste avevano subito un incremento del 29% e nel primo trimestre del 1966 del 24%. Successivamente, nel secondo e terzo trimestre, il saggio d'espansione si è ridotto rispettivamente al 13 e 5%, mentre nel quarto trimestre è occorsa una flessione del 2% rispetto al periodo corrispondente del 1965. In secondo luogo, i buoni raccolti interni hanno diminuito la necessità di importare derrate alimentari dal 20 al 3,5%. Infine, le importazioni di equipaggiamenti bellici per la difesa si sono contratte di circa un terzo.

Nel 1966, le esportazioni sono cresciute a \$20,2 miliardi, ossia del 12,5% in confronto del 10,5% nell'anno precedente. Questo andamento è soprattutto da attribuire alla domanda sostenuta di Francia, Italia e Stati Uniti. Le vendite a questi paesi, che hanno partecipato per quasi un quarto al totale delle esportazioni, sono aumentate rispettivamente del 18, 26 e 25%. L'espansione delle esporta-

Germania: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1965	Anno	1966				1967 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari S.U.							
Merci							
Esportazioni (f.o.b.) . . .	17.910	20.155	4.740	4.905	4.970	5.540	5.190
Importazioni (c.i.f.) . . .	17.610	18.165	4.530	4.560	4.405	4.670	4.110
Saldo	+ 300	+ 1.990	+ 210	+ 345	+ 565	+ 870	+ 1.080
Servizi	- 355	- 410	- 75	- 120	- 190	- 25	- 40
Trasferimenti unilaterali . . .	- 1.465	- 1.475	- 385	- 350	- 335	- 405	- 320
Saldo delle partite correnti.	- 1.520	+ 105	- 250	- 125	+ 40	+ 440	+ 720
Conto capitali a lungo termine							
Investimenti tedeschi all'estero (al netto) . . .	- 480	- 610	- 160	- 230	- 100	- 120	- 190
Investimenti esteri in Germania (al netto) . . .	+ 1.005	+ 980	+ 295	+ 350	+ 190	+ 145	+ 115
Totale capitali privati	+ 525	+ 370	+ 135	+ 120	+ 90	+ 25	- 75
Capitali ufficiali	- 320	- 620 ²	- 85	- 150	- 85	- 300 ²	- 50
Totale	+ 205	- 250	+ 50	- 30	+ 5	- 275	- 125
Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine.	- 1.315	- 145	- 200	- 155	+ 45	+ 165	+ 595
Conto capitali a breve							
Capitali privati	+ 205	+ 425	+ 125	+ 100	+ 200	-	+ 155
Capitali ufficiali	+ 350	- 35	- 40	+ 115	-	- 110	- 25
Totale	+ 555	+ 390	+ 85	+ 215	+ 200	- 110	+ 130
Errori e omissioni	+ 480	+ 205	+ 175	+ 100	+ 55	- 125	+ 195
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	- 280	+ 450	+ 60	+ 160	+ 300	- 70	+ 920

¹ Sulla base delle transazioni. ² Compreso un pagamento anticipato di debiti per \$195 milioni agli Stati Uniti.

zioni si è andata accelerando nella seconda metà dell'anno, in seguito ad un forte incremento nelle vendite di macchinari e autoveicoli.

Per quanto riguarda la ripartizione per aree della bilancia commerciale, la posizione netta rispetto agli altri paesi CEE è passata da debitoria per \$360 milioni a creditoria per \$380 milioni, mentre il disavanzo verso l'America del Nord si è ridotto da \$900 a 500 milioni e l'avanzo verso tutti gli altri paesi è cresciuto da \$1,6 a 2,1 miliardi.

Il disavanzo in conto servizi (esclusi i noli e l'assicurazione delle importazioni che sono compresi nella bilancia commerciale) è salito da \$355 a 410 milioni. Le spese nette per il turismo hanno subito un ulteriore incremento di \$160 milioni e quelle per "servizi vari" si sono dilatate di \$185 milioni; di questo importo più del 25% è costituito da maggiori esborsi per promuovere le vendite all'estero. D'altra parte, gli introiti netti da unità militari straniere di stanza in Germania hanno superato di \$200 milioni quelli del 1965.

Il conto capitali a lungo termine ha subito sensibili variazioni nel 1966 tanto nel settore privato che in quello ufficiale. Per quanto riguarda il primo, gli investimenti netti tedeschi all'estero sono aumentati da \$480 a 610 milioni, soprattutto in seguito ad un incremento degli investimenti in titoli. In particolare, l'operazione che è diventata nota come la transazione Texaco, cioè la conversione di azioni di una società petrolifera tedesca per un valore di \$180 milioni in obbligazioni convertibili emesse dalla filiale di una società americana, figura in questa voce della bilancia dei pagamenti sotto forma di aumento degli investimenti esteri tedeschi in titoli. Questa operazione non ha tuttavia avuto alcun effetto netto sul conto globale dei capitali a lungo termine, poichè la vendita delle azioni della compagnia petrolifera tedesca è stata registrata come investimento estero diretto in Germania. Ciò nonostante, nel 1966 i nuovi investimenti esteri netti nella Repubblica federale sono stati inferiori, per cui l'afflusso complessivo dei capitali privati a lungo termine si è contratto da \$525 a 370 milioni.

In pari tempo, il deflusso netto di capitali ufficiali a lungo termine è notevolmente cresciuto nel 1966 e, precisamente, da \$320 a 620 milioni. Questo andamento è dovuto soprattutto al pagamento anticipato di debiti per \$195 milioni agli Stati Uniti nel dicembre 1966. Considerando insieme i settori privato ed ufficiale, il conto capitali a lungo termine ha presentato un'uscita di \$250 milioni, o di \$55 milioni se si esclude il pagamento anticipato di debiti.

Nel conto capitali a breve, le operazioni ufficiali hanno registrato nel 1966 un deflusso di \$35 milioni rispetto ad un afflusso di \$350 milioni l'anno precedente. Questa variazione è da ascrivere soprattutto al fatto che nel 1966 i pagamenti anticipati per l'acquisto di equipaggiamenti militari per la difesa hanno superato le forniture. D'altra parte, nel settore privato, l'aumento dell'indebitamento a breve delle imprese tedesche (che si è tuttavia arrestato nel quarto trimestre) ha dilatato l'afflusso da \$205 a 425 milioni. Infine, la decelerazione delle importazioni, accompagnata dall'incremento più rapido delle esportazioni, ha ridotto la partita bilanciante positiva da \$480 a 205 milioni. La bilancia globale dei pagamenti ha pertanto realizzato un saldo attivo di \$450 milioni rispetto ad un saldo passivo di \$280 milioni l'anno precedente.

Italia. Un crescente disavanzo commerciale, unito ad un deflusso senza precedenti di capitali, ha contratto il saldo attivo della bilancia dei pagamenti italiana da \$1,6 miliardi nel 1965 a \$0,6 miliardi. I disavanzi in conto merci e conto capitali sono saliti rispettivamente di \$0,5 e 0,8 miliardi, ma contemporaneamente gli introiti netti da servizi hanno registrato un'ulteriore espansione di \$0,3 miliardi.

I fattori alla base del deterioramento della bilancia commerciale sono, da una parte, la vivace ripresa dell'attività economica in Italia e, dall'altra, le condizioni meno favorevoli su alcuni mercati di esportazione, soprattutto la Germania.

Le importazioni, che erano rimaste pressochè stazionarie nel 1965, lo scorso anno sono cresciute del 16%. Gli acquisti di prodotti semilavorati, in particolare, sono aumentati del 30%; acciaio e rame hanno contribuito per la metà a questa aliquota. Le importazioni di prodotti finiti, che erano diminuite nel 1965, hanno registrato un'espansione del 17% e quelle di materie prime del 15%. L'incremento

Italia: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1965	1966				1967	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre
milioni di dollari S.U.							
Merci							
Importazioni (c.i.f.) . . .	7.130	8.600	1.965	2.080	2.240	2.315	2.280
Esportazioni (f.o.b.) . . .	6.655	7.600	1.840	1.815	1.975	1.970	1.960
Saldo	- 475	- 1.000	- 125	- 265	- 265	- 345	- 320
Servizi							
Turismo	+ 1.060	+ 1.200	+ 135	+ 285	+ 565	+ 215	+ 145
Rimesse	+ 675	+ 730	+ 135	+ 185	+ 210	+ 200	+ 140
Noli	+ 360	+ 410	+ 95	+ 100	+ 120	+ 95	+ 95
Altri servizi	+ 15	+ 45	+ 5	-	+ 20	+ 20	- 50
Totale	+ 2.110	+ 2.385	+ 370	+ 570	+ 915	+ 530	+ 330
Saldo delle partite correnti	+ 1.635	+ 1.385	+ 245	+ 305	+ 650	+ 185	+ 10
Movimenti di capitali							
Rimpatrio di banconote	- 315	- 560	- 175	- 105	- 105	- 175	- 255
Investimenti e prestiti di non residenti . . .	+ 390	+ 260	+ 45	+ 15	+ 175	+ 25	
Investimenti e prestiti di residenti	- 160	- 425	- 20	- 65	- 205	- 145	
Altri movimenti (compresi capitali ufficiali)	+ 25	- 100 ²	- 20	+ 25	- 105 ²	-	
Totale	- 60	- 825	- 170	- 120	- 240	- 295	- 255
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . .	+ 1.575	+ 560	+ 75	+ 185	+ 410	- 110	- 245

¹ Sulla base dei conti di cassa. ² Compreso un pagamento anticipato di debiti per \$145 milioni agli Stati Uniti.

delle derrate alimentari importate, d'altra parte, è rallentato dal 20 al 10% a causa dei più ampi approvvigionamenti interni.

Nel 1966, il progresso delle esportazioni è sceso dal 21 al 12%, essendosi il saggio di espansione ridotto nella seconda metà dell'anno. Le vendite alla Germania sono aumentate soltanto del 6%, mentre nel 1965 avevano registrato un balzo del 35%; questo fatto ha contribuito per tre quarti al più lento incremento delle esportazioni globali. Si è notata anche qualche decelerazione nell'aumento delle esportazioni verso paesi extra europei, con l'eccezione degli Stati Uniti, verso i quali le vendite hanno continuato a crescere ad un saggio di circa il 20%.

L'avanzo netto in conto servizi ha registrato un ulteriore incremento di \$275 milioni, ossia di quasi altrettanto che nel 1965. Metà di questo importo è dovuto a maggiori introiti netti dal turismo ed un quinto a ciascuna delle due voci: proventi netti da noli e rimesse di lavoratori all'estero. Il numero di lavoratori emigrati verso i paesi CEE ed altri paesi europei, soprattutto la Svizzera, è stato inferiore di circa il 7% a quello dell'anno precedente. Ma siccome l'emigrazione verso paesi d'oltremare è aumentata sensibilmente, il numero complessivo dei lavoratori che si sono trasferiti all'estero è cresciuto del 3%.

L'altro fattore che ha fatto spicco nel 1966 è il deflusso netto di capitali. Per l'anno nel suo insieme esso è ammontato a \$825 milioni (oltre il 35% dei quali

nel quarto trimestre) rispetto a soltanto \$60 milioni nel 1965. Il risparmio italiano è stato attirato all'estero dai saggi d'interesse più elevati, che hanno pure indotto i debitori italiani a effettuare rimborsi anticipati di prestiti. Gli investimenti diretti italiani all'estero sono aumentati di \$75 milioni ed i prestiti esteri netti emessi sul mercato italiano sono cresciuti di \$190 milioni. D'altra parte, gli investimenti esteri in Italia sono diminuiti di \$130 milioni. Il deflusso di capitali sotto forma di biglietti di banca ha subito un'espansione di \$245 milioni; questo movimento ha rispecchiato le incertezze circa l'imposta cedolare, alle quali ha posto fine un decreto del febbraio 1967 che assoggetta tutti i dividendi pagabili a residenti italiani ad una trattenuta di acconto del 5%. Negli "Altri movimenti" di capitali è compreso il pagamento anticipato di \$145 milioni agli Stati Uniti nel settembre 1966.

Nel primo trimestre del 1967 il conto delle partite correnti era in equilibrio, mentre continuava in ampie proporzioni il deflusso netto di capitali che ha superato \$250 milioni.

Francia. Il saldo attivo globale della bilancia dei pagamenti francese, che aveva oscillato fra \$600 e 1.200 milioni nei cinque anni precedenti, è caduto a \$340 milioni nel 1966 e cioè al livello più basso raggiunto dal 1958. L'avanzo commerciale, che nel 1965 era ammontato a \$390 milioni, è stato sostituito da un disavanzo di \$45 milioni e vi è stata una diminuzione di \$205 milioni negli investimenti netti privati dell'estero in Francia. La bilancia di base, che risultava ancora in attivo nella prima metà dell'anno, tendeva poi al disavanzo nella seconda metà.

Stimolate dalla ripresa dell'attività economica, le importazioni dai paesi situati fuori dell'area del franco (calcolate in base alle statistiche doganali) sono aumentate da \$8,8 a 10,3 miliardi, ovvero del 17%, che rappresenta un saggio di sviluppo nettamente superiore al 4,5% del 1965. I prodotti semilavorati hanno registrato l'incremento più vistoso; i beni di consumo e di investimento sono cresciuti rispettivamente del 24% e del 18%. Gli acquisti di materie prime — ad eccezione dei combustibili, le cui importazioni si sono accresciute ad un ritmo piuttosto modesto — sono saliti del 13% in dipendenza soprattutto della necessità di ricostituire le scorte.

Le esportazioni verso i paesi al di fuori dell'area del franco sono salite a \$9,4 miliardi, con un aumento dell'11% rispetto al 14% circa del precedente biennio. La più limitata espansione globale è dovuta in gran parte ad un più debole saggio di crescita delle esportazioni dei prodotti semilavorati. Il disavanzo commerciale rispetto ai paesi non appartenenti all'area del franco si è pertanto dilatato di \$580 milioni. Il saldo verso i paesi CEE è sceso da un'eccedenza di \$100 milioni ad un disavanzo di \$245 milioni e quasi due terzi del deterioramento rispecchiano la caduta delle esportazioni verso la Germania. L'avanzo nei confronti dei paesi EFTA è passato da \$420 a 280 milioni, principalmente in conseguenza del maggiore deficit nei confronti della Svezia e del minore attivo commerciale con la Svizzera. Così, per quanto riguarda il commercio con i paesi dell'area del franco, l'avanzo del 1965 si è convertito nel disavanzo del 1966, a seguito soprattutto di una brusca caduta delle esportazioni verso l'Algeria.

Francia: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1965	Anno ²	1966			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U.						
Merci (f.o.b.)						
Esportazioni	8.600	9.485	2.310	2.420	2.330	2.330
Importazioni	8.210	9.530	2.280	2.385	2.300	2.530
Saldo commerciale	+ 390	- 45	+ 30	+ 35	+ 30	- 200
Servizi						
Noli	+ 40	+ 55	- 10	+ 10	+ 40	+ 15
Turismo	- 30	+ 30	+ 30	+ 80	- 120	+ 35
Rimesse di lavoratori	- 275	- 330	- 70	- 75	- 85	- 95
Altri servizi	+ 395	+ 325	+ 95	+ 75	+ 20	+ 105
Totale	+ 130	+ 80	+ 45	+ 90	- 145	+ 60
Saldo delle partite correnti	+ 520	+ 35	+ 75	+ 125	- 115	- 140
Conto capitali a lungo termine						
Capitali ufficiali	- 250 ³	- 145 ⁴	- 15	-	- 105 ⁴	- 25
Capitali privati	+ 360	+ 155	+ 65	+ 80	- 50	+ 50
Totale	+ 110	+ 10	+ 50	+ 80	- 155	+ 25
Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine	+ 630	+ 45	+ 125	+ 205	- 270	- 115
Conto capitali a breve e aggiustamenti	+ 60	+ 45	- 15	+ 85	+ 105	- 20
Resto dell'area del franco	+ 270	+ 250	+ 95	+ 55	+ 50	+ 45
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	+ 960	+ 340	+ 205	+ 345	- 115	- 90

¹ Sulla base dei conti di cassa. ² 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. ³ Incluso un pagamento anticipato di debiti per \$179 milioni alla Export-Import Bank. ⁴ Incluso un pagamento anticipato di debiti per \$71 milioni agli Stati Uniti.

I proventi netti da servizi e trasferimenti hanno subito un'ulteriore contrazione scendendo, lo scorso anno, da \$130 a 80 milioni. Le rimesse all'estero di lavoratori stranieri sono aumentate di \$55 milioni ed i proventi da diritti e altri servizi si sono ridotti. D'altro lato, vi è stato un miglioramento nel conto turismo di \$60 milioni.

Le misure adottate tanto in Francia quanto altrove (come le pressioni esercitate dal governo degli Stati Uniti al fine di limitare gli investimenti diretti all'estero delle imprese) ed il livello relativamente basso dei saggi d'interesse francesi hanno concorso a ridurre l'afflusso netto di capitali privati a lungo termine da \$360 a 155 milioni. Data la depressione della Borsa, è caduto l'interesse degli investitori stranieri per i titoli francesi, mentre i residenti sono di pari passo diventati acquirenti netti di titoli esteri; pertanto, mentre nel 1965 si era verificato al riguardo un afflusso netto di \$175 milioni, nel 1966 esso si è ridotto a \$25 milioni. Il deflusso netto di capitali ufficiali a lungo termine è sceso da \$250 a 145 milioni, unicamente in dipendenza del minore importo di rimborsi anticipati di debiti agli Stati Uniti.

I proventi netti dai paesi d'oltremare appartenenti all'area del franco, pari a \$250 milioni, sono risultati leggermente inferiori al livello del 1965; essi hanno registrato una riduzione sostanziale verso la fine dell'anno.

Unione Economica Belgio-Lussemburgo. Nel 1966 il saldo globale della bilancia dei pagamenti dell'U.E.B.L. si è spostato da un attivo di \$135 milioni ad un deficit di \$110 milioni, a causa di un aumento del disavanzo commerciale da \$90 a 350 milioni.

La principale variazione nelle transazioni commerciali è stata la flessione dell'incremento delle esportazioni dal 14% nel 1965 al 7%. In larga misura, essa ha rispecchiato le condizioni meno favorevoli del mercato tedesco, che assorbe circa un quinto di tutte le esportazioni del Belgio. Mentre le vendite di metalli non ferrosi si sono accresciute del 26%, in dipendenza dell'aumento del prezzo del rame, e quelle di prodotti tessili hanno subito un incremento del 10%, le esportazioni di ferro e acciaio sono scese del 4% e quelle di carbone si sono contratte di un terzo. Le importazioni sono salite del 10,5% rispetto al 9% del 1965; quelle dei beni di investimento si sono ampliate di circa il 10%, cioè ad un saggio doppio rispetto a quello dei beni di consumo.

Lo scorso anno il settore pubblico ha ridotto il suo indebitamento netto verso l'estero di \$50 milioni rispetto a \$110 milioni dodici mesi prima, ma questa contrazione nel deflusso di fondi è stata più che compensata dall'incremento negli acquisti di titoli esteri da parte di residenti nell'ambito dell'U.E.B.L.

Paesi Bassi. Sulla base dei conti di cassa, il disavanzo delle partite correnti dei Paesi Bassi, che si era ridotto nel 1965, è nuovamente aumentato lo scorso anno in seguito al peggioramento del conto servizi.

Lo sviluppo delle importazioni, calcolato sulla base delle statistiche doganali, era rallentato nel 1965, scendendo da un saggio di espansione del 18% ad uno del 6%; lo scorso anno, le importazioni sono aumentate del 7% a causa della pressione della domanda durante la maggior parte del periodo. Per quanto riguarda i beni di consumo, l'incremento è stato del 17%, analogo cioè a quello dell'anno precedente. Le esportazioni sono aumentate del 6% contro un incremento del 10% nel 1965.

Nel primo trimestre del 1966, alcuni fattori eccezionali hanno agito negativamente sulla bilancia commerciale. In coincidenza con un'accelerazione anormale nell'accumulazione di scorte, si è avuta una diminuzione delle esportazioni agricole causata dal divieto dell'importazione di carni e bestiame dall'Olanda che gli altri paesi hanno adottato in conseguenza di un'epidemia di afta epizootica; tale diminuzione può aver comportato una perdita di circa \$50 milioni in guadagni da esportazioni. Le vendite ai paesi CEE sono cresciute durante l'anno del 5% (12% nel caso della Francia e 2% nel caso della Germania) e quelle verso i paesi EFTA dell'1% a causa del ristagno delle vendite al Regno Unito; le forniture all'America del Nord e all'America latina sono aumentate rispettivamente del 19 e 25%.

Paesi Bassi: Bilancia dei pagamenti.*

Voci	1965	1966				1967	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre	1° trimestre
milioni di dollari S.U.							
Merchi (f.o.b.)							
Importazioni	6.655	7.045	1.720	1.755	1.755	1.815	1.755
Esportazioni	5.985	6.440	1.500	1.585	1.625	1.730	1.635
Saldo	- 670	- 605	- 220	- 170	- 130	- 85	- 120
Servizi							
Interessi e dividendi . . .	+ 200	+ 150	+ 10	- 5	+ 80	+ 65	+ 45
Altri servizi	+ 450	+ 365	+ 75	+ 100	+ 95	+ 95	+ 50
Totale	+ 650	+ 515	+ 85	+ 95	+ 175	+ 160	+ 95
Saldo delle partite correnti	- 20	- 90	- 135	- 75	+ 45	+ 75	- 25
Movimenti di capitali							
A lungo termine							
Privati							
Olandesi	- 290	- 275	- 130	- 10	- 85	- 50	- 15
Esteri	+ 305	+ 355	+ 95	+ 55	+ 90	+ 115	- 5
Banche	- 25	-	- 20	+ 15	-	+ 5	- 5
Ufficiali	- 35	- 25	- 5	- 10	- 5	- 5	- 5
Totale	- 45	+ 55	- 60	+ 50	-	+ 65	- 25
A breve	+ 65	- 5	+ 30	+ 10	+ 5	- 50	- 10
Saldo del conto capitali	+ 20	+ 50	- 30	+ 60	+ 5	+ 15	- 35
Saldo complessivo (=variazioni nelle partite monetarie)	-	- 40	- 165	- 15	+ 50	+ 90	- 60

* Sulla base dei conti di cassa.

Per l'intero anno, l'eccedenza delle importazioni è ammontata a \$605 milioni, mentre nel 1965 era stata di \$670 milioni, ma questa riduzione del disavanzo commerciale è stata più che compensata dalla diminuzione, da \$650 a 515 milioni, dei proventi netti da servizi. I redditi da investimenti sono stati inferiori di \$50 milioni a quelli del 1965, a causa principalmente dei più bassi dividendi pagati dalle filiali estere di società dei Paesi Bassi; le spese all'estero dei turisti olandesi sono aumentate di \$60 milioni e i trasferimenti unilaterali hanno dato luogo ad un'uscita netta di \$20 milioni; questi nel 1965 avevano fruttato, al netto, \$30 milioni in conseguenza del versamento dell'ultima rata prevista dal Trattato finanziario tedesco-olandese.

Nel 1966 i movimenti di capitali a lungo termine sono passati da un'uscita netta di \$45 milioni ad un'entrata netta di \$55 milioni: per tre quarti tale variazione è stata provocata dalle transazioni su titoli. In particolare, i nuovi prestiti netti collocati all'estero hanno fatto raccogliere \$75 milioni contro soli \$5 milioni del 1965. Lo scorso anno non sono state autorizzate emissioni estere sul mercato olandese.

Austria. A causa dell'aumento da \$525 a 670 milioni del disavanzo commerciale, la bilancia dei pagamenti di base è peggiorata nel 1966, passando da un deficit di \$90 milioni ad uno di \$220 milioni. Questo deterioramento è stato comunque ampiamente compensato dall'aumento, da \$35 a 155 milioni, nell'afflusso di capitali a breve (compresa la voce "Errori e omissioni") e di conseguenza il saldo passivo globale, pari a \$65 milioni, è stato appena superiore a quello del 1965. Lo sviluppo delle importazioni ha toccato l'11% e il maggiore aumento si è avuto nei semilavorati e manufatti a causa della forte domanda di macchinari e autoveicoli. Dopo il cospicuo incremento del 1965, l'anno scorso gli acquisti di derrate alimentari sono rimasti all'incirca sullo stesso livello.

Le esportazioni sono aumentate soltanto del 5% contro l'11% del 1965; quelle di materie prime e derrate alimentari sono in effetti diminuite, mentre i manufatti e i prodotti semilavorati hanno avuto un incremento del 7,5%, anche se all'interno di questa categoria i macchinari e i veicoli sono cresciuti soltanto del 4%. Il minore saggio di espansione è dipeso in larga parte dall'indebolimento della domanda tedesca, ma è stato anche provocato dalla crescente discriminazione in atto sui mercati dei paesi CEE e dal fatto che gli esportatori austriaci non possono offrire le stesse agevolazioni creditizie di molti dei loro concorrenti.

Lo scorso anno si è praticamente arrestata la costante espansione dei proventi netti dal turismo che costituiscono un'entrata di dimensioni pari all'intera eccedenza o quasi del conto servizi. Al livello di \$425 milioni tali proventi sono stati superiori a quelli del 1965 di appena \$5 milioni. La crescente concorrenza di altri paesi, le maggiori spese all'estero di cittadini austriaci e le avverse condizioni atmosferiche hanno portato a questo risultato. Poiché le entrate nette dagli altri servizi e dai trasferimenti unilaterali sono diminuite di alquanto, i proventi totali netti dalle partite invisibili sono calati da \$490 a 480 milioni.

L'uscita netta di capitali a lungo termine si è ridotta, lo scorso anno, da \$55 a 30 milioni, a causa principalmente del maggiore indebitamento delle imprese austriache. I crediti netti a lungo termine ricevuti dall'estero sono passati da \$10 a 70 milioni. Nello stesso tempo i prestiti a lungo termine erogati da operatori austriaci sono cresciuti da \$70 a 95 milioni; di questi importi, \$45 milioni nel 1965 e \$65 milioni nel 1966 sono rappresentati da crediti all'esportazione. L'afflusso netto di capitali a breve è aumentato da \$10 a 65 milioni e la voce "Errori e omissioni" ha avuto una variazione positiva da \$25 a 90 milioni.

Svizzera. Il continuo rallentamento dell'espansione economica interna e gli sviluppi dei saggi d'interesse all'estero hanno fatto sì che l'andamento della bilancia dei pagamenti svizzera risultasse nel 1966 alquanto diverso rispetto agli ultimi anni. Le partite correnti sono passate dal disavanzo all'eccedenza, mentre i movimenti di capitali hanno percorso la strada inversa. La bilancia globale, quale risulta dalle variazioni delle attività ufficiali nette, ha accusato un leggero saldo passivo di \$15 milioni.

Il disavanzo commerciale si è ridotto da \$710 a 650 milioni. Le importazioni, che avevano cominciato ad espandersi verso la fine del 1965, sono aumentate nel 1966 del 7% contro un incremento del 2,5% dell'anno precedente. Si è avuta una forte domanda di beni di investimento e di consumo, mentre la flessione del-

l'edilizia ha dato luogo ad una contrazione delle importazioni di ferro grezzo e semilavorato. L'aumento delle esportazioni è stato del 10,5%, risultando quindi leggermente inferiore a quello del 1965; il rallentamento intervenuto nel corso dell'anno è dipeso dagli sviluppi ciclici verificatisi in altri paesi europei. Le forniture ai paesi d'oltremare, primi fra tutti gli Stati Uniti, il Brasile e il Giappone, hanno progredito del 15%, quelle verso i paesi EFTA del 9% e quelle verso i paesi CEE del 5,5%.

Si calcola che i proventi netti dalle partite invisibili siano aumentati da \$640 a 730 milioni come risultato, da una parte, dell'espansione degli introiti da interessi e dividendi nonché dal turismo e, dall'altra, della riduzione delle rimesse dei lavoratori dovuta alla diminuzione della mano d'opera straniera. In conseguenza di tali movimenti il saldo delle partite correnti è passato da un deficit di \$70 milioni ad un avanzo di \$80 milioni, fatto questo che si verifica per la prima volta dal 1960.

In relazione soprattutto con i crescenti saggi d'interesse all'estero, i movimenti globali di capitali (compresa la voce "Errori e omissioni") hanno dato luogo nel 1966, per la prima volta da alcuni anni, ad un'uscita di \$95 milioni. Il deflusso provocato dalle transazioni registrate è aumentato da \$85 a 185 milioni. Le nuove emissioni nette dell'estero in Svizzera sono passate da \$50 a 75 milioni e i crediti autorizzati delle banche a non residenti da \$35 a 110 milioni. Nello stesso tempo l'afflusso proveniente da transazioni finanziarie non identificate — compresa la variazione della posizione netta delle banche sull'estero e la voce "Errori e omissioni" — si è ridotto da \$215 a 90 milioni.

Danimarca. Il progresso nei conti relativi agli scambi di merci e alle partite invisibili ha permesso di ridurre da \$110 a 60 milioni il disavanzo delle partite correnti. Contemporaneamente l'afflusso netto di capitali è diminuito da \$130 a 90 milioni, per cui il saldo globale è stato di nuovo leggermente attivo.

Tanto le importazioni quanto le esportazioni si sono accresciute del 6%, facendo scendere il disavanzo commerciale da \$285 a 265 milioni. In effetti però si è avuta una certa dilatazione del deficit fra la prima e la seconda metà dell'anno, poichè in quest'ultima le importazioni hanno cominciato a svilupparsi più rapidamente di pari passo con l'espansione dell'attività economica interna, mentre è diminuito il saggio di crescita delle vendite all'estero. L'aumento delle esportazioni durante il 1966 è dovuto all'incremento del 5% dei prezzi e in particolare di quelli dei prodotti dell'agricoltura. Le esportazioni di manufatti, escluse le navi, sono aumentate dell'8,5%, dopo incrementi del 17,5% nel 1964 e del 12,5% nel 1965. Questo andamento decrescente rispecchia una minore competitività dovuta ai costi in rapida ascesa e nello stesso tempo la domanda più debole, durante lo scorso anno, in Germania, Svezia e Regno Unito.

Dal 1960 la Danimarca è divenuta un paese importatore di capitali, sia ufficiali che privati, per cospicui importi. Lo scorso anno l'afflusso netto si è ridotto da \$130 a 90 milioni, poichè i rimborsi hanno superato i nuovi debiti del settore pubblico, mentre sono diminuiti i proventi netti dai crediti commerciali. L'indebitamento delle imprese private, vietato nel 1965, è stato consentito lo scorso anno su scala ridotta.

Finlandia. Il saggio di sviluppo dell'economia finlandese ha registrato, nella seconda metà del 1966, un andamento accelerato e contemporaneamente sono aumentate le importazioni. Nel giro dell'intero anno, gli acquisti all'estero sono tuttavia cresciuti soltanto del 5% contro il 9% del 1965. Una flessione simile, e precisamente dal 10,5 al 5,5%, si è avuta nel saggio di incremento delle esportazioni e di conseguenza il deficit della bilancia commerciale, pari a \$230 milioni, è rimasto dello stesso ordine di grandezza dell'anno precedente. Il disavanzo nel commercio con i paesi occidentali si è ridotto di \$45 milioni, ma quello con i paesi degli accordi bilaterali si è ampliato di altrettanto. Le ragioni di scambio hanno subito un deterioramento del 3% poichè sono aumentati i prezzi all'importazione, mentre quelli all'esportazione, presi globalmente, sono rimasti invariati. Nel 1966 il disavanzo del conto turismo si è ridotto, ma ciò nonostante l'eccedenza delle partite invisibili è alquanto diminuita, a causa essenzialmente dei maggiori oneri per interessi sul crescente debito verso l'estero.

L'afflusso netto di capitali è diminuito, nel 1966, da \$105 a 60 milioni. L'entrata netta di mezzi finanziari a lungo termine è stata contenuta mediante i rimborsi di debiti a lunga scadenza, mentre l'afflusso netto di capitali a breve ha subito una battuta di arresto. Verso la fine dell'anno e all'inizio del 1967 sono state adottate alcune specifiche misure per ridurre il saldo passivo della bilancia dei pagamenti.

Norvegia. La costante e sostenuta espansione economica della Norvegia ha determinato nel 1966 un aumento del 9% nelle importazioni e dell'8% nelle esportazioni costituite essenzialmente da metalli e prodotti meccanici: di conseguenza il disavanzo in conto merci e navi è salito da \$780 a 850 milioni. Considerato che l'eccedenza netta delle partite invisibili si è ampliata di \$15 milioni, il disavanzo delle partite correnti, pari a \$165 milioni, è stato notevolmente più elevato di quello del 1965. Questo deficit si è verificato quasi interamente nell'ultimo trimestre dell'anno quando hanno preso a salire le importazioni di merci e di navi e a diminuire le entrate dalle partite invisibili.

Durante tutto il periodo postbellico le autorità hanno incoraggiato l'afflusso di capitali, ma nel 1966 il governo norvegese non ha collocato all'estero alcun prestito, dati gli alti saggi d'interesse vigenti sui mercati finanziari internazionali. All'indebitamento netto sull'estero delle autorità pubbliche, che nel 1965 era ammontato a \$40 milioni, hanno fatto seguito nel 1966 rimborsi netti per \$10 milioni. Anche le società armatoriali hanno ridotto la raccolta di capitali sui mercati stranieri. Per contro, sono alquanto aumentati gli investimenti diretti esteri in Norvegia. In complesso l'afflusso netto di capitali a lungo termine è sceso da \$200 a 135 milioni e, per la prima volta dopo molti anni, la bilancia di base ha registrato un disavanzo di \$30 milioni, che è stato grosso modo coperto da capitali a breve affluiti per \$35 milioni.

Svezia. Dopo essere state praticamente in equilibrio nei primi anni di questo decennio, le partite correnti hanno presentato un disavanzo di \$300 milioni nel 1965 e di \$235 milioni nel 1966. Il miglioramento dell'ultimo anno è dovuto alla riduzione di \$105 milioni del deficit commerciale. Poichè nel corso dell'anno

l'attività economica in Svezia ha interrotto la sua espansione, il saggio di sviluppo delle importazioni in termini di volume, che nel 1965 era stato del 12 %, si è ridotto al 4,5 % nel primo semestre del 1966 ed è quasi cessato del tutto nel secondo. Tuttavia, essendo stati i relativi prezzi più alti rispetto al 1965, il valore delle importazioni è aumentato, sull'intero anno, del 4,5 %. Le esportazioni hanno avuto un saggio di incremento quasi uguale a quello dell'anno precedente, cioè del 6 % in volume e del 7,5 % in valore. Le forniture di macchinari sono cresciute del 20 %, mentre sono diminuite quelle di minerale di ferro, di legno e di materiale da trasporto.

I proventi netti da servizi hanno continuato ad assottigliarsi, poichè l'aumento dei noli non è stato sufficiente a compensare i maggiori esborsi delle altre partite invisibili, compreso il turismo. Come di consueto, l'afflusso netto di capitali identificati non ha potuto colmare il deficit delle partite correnti, che è stato coperto dalla partita bilanciante positiva. Al livello di \$210 milioni essa è stata quasi uguale a quella dell'anno precedente, mentre le entrate di capitali registrate sono aumentate da \$95 a 110 milioni, nonostante il fatto che la maggiore componente netta, i prestiti privati a lungo termine, si sia ridotta di \$40 milioni.

Spagna. Nel primo semestre del 1966, la domanda in eccesso ha provocato una forte espansione delle importazioni, ma nei successivi sei mesi, con il rallentamento degli investimenti e l'immissione sul mercato degli abbondanti raccolti agricoli, gli acquisti all'estero sono considerevolmente diminuiti tanto che il disavanzo commerciale è sceso da \$1.035 a 965 milioni. In conseguenza del cospicuo avanzo di natura stagionale, dovuto al turismo, e del forte afflusso di fondi, le partite correnti e i movimenti di capitali a lungo termine, che nei primi sei mesi erano stati in deficit per \$285 milioni, nella seconda parte dell'anno sono ritornati in attivo.

Calcolate sulla base delle statistiche doganali, le importazioni, dopo la forte espansione del 34 % nel 1965, hanno continuato ad aumentare con la stessa intensità nel primo semestre del 1966, ma nei restanti mesi dell'anno il loro incremento è stato meno rapido, uguagliandosi al 6 %. Gli acquisti di generi alimentari e di prodotti semilavorati sono aumentati rispettivamente del 36 e 28 % nella prima metà dell'anno, per poi diminuire nella seconda del 9 e 5 %, mentre l'incremento delle importazioni di beni strumentali è rallentato, passando dal 36 all'8 %. D'altra parte, le importazioni di beni di consumo sono cresciute del 44 % nel primo semestre e di un altro 26 % nel secondo e quelle di materie prime rispettivamente del 50 e del 20 % in ciascuno dei due periodi.

Le esportazioni, che nel 1965 avevano subito un ristagno a causa della flessione delle vendite di prodotti agricoli, non solo sono aumentate durante lo scorso anno del 30 %, ma hanno anche avuto un miglioramento dal punto di vista merceologico, poichè sono stati i prodotti di maggior pregio quelli che hanno fatto registrare i più elevati incrementi. In conclusione, nel corso dell'anno le esportazioni di beni strumentali sono più che raddoppiate, quelle di generi di consumo sono aumentate di un terzo e quelle di derrate alimentari hanno avuto un incremento di un quinto.

Spagna: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1965			1966		
	Anno	1° semestre	2° semestre	Anno	1° semestre	2° semestre
milioni di dollari S.U.						
Merci (f.o.b.)						
Importazioni	2.715	1.235	1.480	3.280	1.725	1.535
Esportazioni	1.045	560	485	1.260	690	570
Saldo	-1.670	- 675	- 995	-2.000	-1.035	- 965
Servizi	+ 960	+ 325	+ 655	+ 940	+ 375	+ 565
Trasferimenti unilaterali²	+ 300	+ 155	+ 145	+ 480	+ 220	+ 260
Saldo delle partite correnti	- 390	- 195	- 195	- 580	- 440	- 140
Conto capitali a lungo termine	+ 195	+ 90	+ 105	+ 360	+ 155	+ 205
Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine	- 195	- 105	- 90	- 220	- 285	+ 65
Conto capitali a breve	+ 90	+ 45	+ 45	+ 15	+ 70	- 55
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	- 105	- 60	- 45	- 205	- 215	+ 10

¹ Sulla base dei conti di cassa. ² Principalmente rimesse di lavoratori.

Gli introiti da trasferimenti unilaterali, essenzialmente sotto forma di rimesse di lavoratori, sono saliti nel 1966 da \$300 a 480 milioni, ma quelli dal turismo, che dopo il 1959 erano progrediti rapidamente, sono aumentati soltanto dell'8%. Il numero dei turisti è salito di un quinto raggiungendo 17,3 milioni, ma l'apporto medio unitario è diminuito da \$81 a 72.

Nell'afflusso netto di capitali a lungo e breve termine si è avuto un incremento da \$285 a 375 milioni, che peraltro non è stato sufficiente per coprire l'ampio deficit delle partite correnti, sicchè le riserve ufficiali hanno subito una decurtazione per il secondo anno consecutivo.

Giappone. Nonostante la forte ripresa dell'attività economica interna, nel 1966 il cospicuo avanzo commerciale, che era scaturito dalla recessione del 1965, è aumentato. Le importazioni, che erano rimaste pressochè stagnanti nel 1965, si sono sviluppate del 14,5% e le esportazioni sono cresciute del 15,5%. La loro costante vivacità è stata in parte una conseguenza della guerra nel Vietnam e del "boom" in atto negli Stati Uniti. Sulla base delle statistiche doganali, le esportazioni verso un gruppo di paesi dell'Estremo Oriente si sono ampliate del 46% e quelle verso gli Stati Uniti del 20%.

Il disavanzo delle partite invisibili è salito fra il 1965 e il 1966 da \$970 a 1.030 milioni, ma ciò nonostante l'eccedenza delle partite correnti è salita da \$930 a 1.250 milioni. Nel primo trimestre del 1967, le partite correnti hanno tuttavia registrato un deficit di \$170 milioni, essendosi l'avanzo commerciale ridotto a \$150 milioni, in seguito ad una fortissima espansione delle merci importate.

Giappone: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1965			1966		
	Anno	1° semestre	2° semestre	Anno	1° semestre	2° semestre
milioni di dollari S.U.						
Transazioni commerciali (f.o.b.)						
Esportazioni	8.330	3.875	4.455	9.640	4.380	5.260
Importazioni	6.430	3.290	3.140	7.360	3.560	3.900
Saldo	+ 1.900	+ 585	+ 1.315	+ 2.280	+ 820	+ 1.460
Servizi						
Noli	- 525	- 230	- 295	- 610	- 320	- 290
Interessi e dividendi	- 190	- 100	- 90	- 185	- 95	- 90
Governo ²	+ 310	+ 125	+ 185	+ 440	+ 195	+ 245
Altri servizi	- 565	- 275	- 290	- 675	- 325	- 350
Totale	- 970	- 480	- 490	- 1.030	- 545	- 485
Saldo delle partite correnti . .	+ 930	+ 105	+ 825	+ 1.250	+ 275	+ 975
Conto capitali a lungo termine .	- 415	- 125	- 290	- 820	- 285	- 535
Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine . .	+ 515	- 20	+ 535	+ 430	- 10	+ 440
Conto capitali a breve	- 60	+ 30	- 90	- 55	-	- 55
Errori e omissioni	- 45	+ 20	- 65	- 55	+ 45	- 100
Totale complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	+ 410	+ 30	+ 380	+ 320	+ 35	+ 285

¹ Sulla base delle transazioni. ² Principalmente transazioni di natura militare.

Le condizioni di credito abbondante all'interno e la crescente tensione sui mercati dei capitali all'estero hanno agito congiuntamente, provocando un forte aumento delle esportazioni di capitali a lungo termine, i quali sono raddoppiati, toccando \$820 milioni. Questi rappresentano soprattutto prestiti in yen all'India e ad altri paesi asiatici, rimborsi di debiti privati e crediti commerciali connessi con l'espansione delle vendite di prodotti chimici e siderurgici.

Politica commerciale.

Oggi, a dieci anni di distanza dalla sua creazione, la Comunità economica europea ha percorso circa metà del cammino verso il conseguimento degli obiettivi fissati nel Trattato di Roma. La realizzazione di un mercato comune si sta già delineando, ma l'integrazione delle sei economie nazionali in un'unica entità è ancora lontana. La fusione degli organi esecutivi della CEE, della CECA e dell'Euratom, che è stata concordata fra i paesi membri con il trattato dell'8 aprile 1965, dovrà avere applicazione il 1° luglio 1967.

Il 26 luglio 1966 il Consiglio ministeriale ha deciso una riduzione del 5%, a partire dal 1° luglio 1967, dei dazi interni della Comunità sui prodotti industriali; il restante 15% verrà eliminato un anno più tardi, quando entrerà in vigore anche la tariffa esterna comune. Per quanto riguarda la politica agricola, il Consiglio ha stabilito, sempre il 26 luglio, la costituzione di organismi di commercializ-

zazione per la frutta e verdura, lo zucchero e i grassi ed ha fissato i prezzi del latte, della carne bovina, dello zucchero, del riso, dei semi oleosi e dell'olio d'oliva. In effetti l'olio d'oliva è stato il primo prodotto agricolo a circolare liberamente nel mercato comune — dal 10 novembre 1966 — senza essere passato attraverso una fase transitoria. Nel febbraio 1967 sono stati effettuati importanti progressi verso l'unificazione delle politiche economiche: l'8 febbraio, il Consiglio ha accettato il programma di politica economica a medio termine per il periodo 1966-70 e il giorno successivo ha approvato le direttive di massima per l'armonizzazione dei regimi di imposizione fiscale sugli scambi che comporta l'introduzione di una imposta sul valore aggiunto da applicarsi, al più tardi, a partire dal 1° gennaio 1970.

I negoziati con l'Austria in vista di un collegamento fra questo paese e la CEE sono proseguiti per tutto il 1966 e nella prima metà del 1967, ma ancora non sono giunti alla conclusione. L'11 maggio 1967 il governo del Regno Unito, sostenuto da una forte maggioranza parlamentare, ha chiesto formalmente di entrare a far parte delle tre Comunità. Quasi contemporaneamente hanno presentato la loro domanda di adesione l'Irlanda e la Danimarca, mentre altri paesi EFTA si sono dichiarati pronti ad intavolare negoziati.

Il 1° gennaio 1967 — con tre anni di anticipo rispetto al programma — i paesi EFTA hanno abolito le residue tariffe doganali del 20% sui prodotti industriali. La Finlandia ha abbassato i propri dazi al 10% e li eliminerà del tutto entro la fine del 1967. Alcune deroghe, di durata limitata, sono state consentite in favore di Austria, Finlandia, Norvegia e Svizzera, mentre tutti i paesi — ad eccezione della Danimarca che non ha tariffe del genere — continuano ad applicare diritti fiscali su alcuni prodotti. Nel prossimo futuro gli sforzi saranno diretti a rimuovere gli ostacoli agli scambi di natura non tariffaria e a rafforzare le norme della leale concorrenza.

Dopo quattro anni di laboriose trattative, i negoziati Kennedy sono stati definiti il 15 maggio 1967. Vi hanno preso parte una cinquantina di paesi che rappresentano circa l'80% del commercio mondiale. I problemi di più difficile soluzione hanno riguardato la CEE, il Regno Unito e gli Stati Uniti. Si dovrà ancora lavorare molto sui dettagli, però, prima che risulti in chiara evidenza l'intera portata dell'accordo. Anche se non è stato raggiunto completamente l'obiettivo fondamentale di una riduzione lineare del 50% delle tariffe sui prodotti industriali, sono stati comunque concordati degli abbassamenti doganali compresi fra il 30 e il 40%. Si calcola che queste riduzioni interessino un quantitativo di merci per un valore di \$40 miliardi, che corrisponde grosso modo ad un terzo dell'interscambio mondiale di manufatti. Per quanto riguarda i prodotti agricoli, il prezzo minimo del grano è stato fissato a \$1,725 per staio ed è stato concordato di devolvere ogni anno 4,5 milioni di tonnellate metriche di cereali a favore dei paesi in via di sviluppo. Alcuni paesi sviluppati hanno ridotto le tariffe sui prodotti tropicali, in certi casi con decorrenza immediata. Nonostante il fatto che le riduzioni tariffarie debbano essere eseguite, come norma, in un periodo di cinque anni, è stato deciso di esaminare, prima della firma dell'accordo prevista per il 30 giugno 1967, la possibilità di effettuare qualche riduzione anticipata affinché possano beneficiarne i paesi in via di sviluppo.

III. ORO, RISERVE MONETARIE E TASSI DI CAMBIO.

Produzione aurifera, mercati dell'oro e riserve auree.

Si stima che, nel 1966, la produzione aurifera mondiale (esclusa quella dell'URSS, di altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) sia ammontata a 41,1 milioni di once, cioè essa è stata uguale a quella dell'anno precedente. Come di consueto, il risultato globale di tutti i paesi produttori, escluso il Sud Africa, ha continuato a declinare. Soprattutto la produzione del Canada, la seconda per ordine di grandezza dopo quella sudafricana, ha registrato una sensibile riduzione di oltre 300.000 once, ossia di quasi il 9%. D'altra parte, i risultati sono lievemente migliorati negli Stati Uniti, in Australia, nel Giappone e nelle Filippine. Il fattore dominante dell'anno è stato peraltro il rallentamento del saggio di espansione della produzione sudafricana da 1,4 a soltanto 0,3 milioni di once. Durante i dodici anni precedenti la produzione del Sud Africa era salita da 11,9 a 30,5 milioni di once, compensando in ampia misura la graduale tendenza in diminuzione di quella negli altri paesi e consentendo a quella totale di crescere, in cifra tonda, da 24 a 41 milioni di once. Questa fase dell'espansione nell'industria aurifera sembra ora essere giunta al termine.

Produzione mondiale di oro.

Paesi produttori	1929	1940	1946	1953	1963	1964	1965	1966
peso, in migliaia di once di fino								
Sud Africa	10.412	14.046	11.927	11.941	27.432	29.137	30.540	30.869
Canada	1.928	5.333	2.849	4.056	4.003	3.799	3.587	3.274
Stati Uniti	2.059	4.870	1.575	1.958	1.454	1.456	1.705	1.790
Australia	427	1.644	824	1.075	1.024	964	878	905
Ghana	208	886	586	731	921	865	755	684
Giappone	335	867	40	258	433	460	519	555
Filippine	163	1.121	1	481	376	426	436	445
Colombia	137	632	437	437	325	365	319	280
Messico	655	683	420	483	238	210	216	212
Totale	16.324	30.282	18.659	21.420	36.206	37.682	38.955	39.014
Altri paesi ¹	2.276	6.718	3.041	2.680	2.494	2.418	2.145	2.086
Produzione mondiale (stima) ²	18.600	37.000	21.700	24.100	38.700	40.100	41.100	41.100
milioni di dollari S.U.								
Stima delle produzioni totale mondiale a \$35 per oncia di fino	650 ³	1.295	760	845	1.355	1.405	1.440	1.440

¹ Esclusi l'URSS, i paesi dell'Europa orientale, la Cina e la Corea del Nord. ² Al prezzo ufficiale allora in vigore di \$20,67 per oncia di fino, tale stima ammonta a \$385 milioni.

L'imponente espansione della produzione aurifera del Sud Africa fu determinata dallo sfruttamento di nuove miniere. Dal 1953 al 1966 i risultati di queste ultime sono passati da 2,5 a 25,1 milioni di once, mentre quelli delle zone minerarie più vecchie si sono ridotti da 9,4 a 5,8 milioni di once. L'apertura di nuove

miniére ha toccato il vertice nel 1961-62; da allora l'espansione della produzione aurifera del Sud Africa ha manifestato la tendenza a rallentare e, nel 1966, sembra essersi arrestata. Sebbene gli scioperi sulla fine dell'anno possano avere alquanto contribuito a rendere scarsi i risultati per il 1966, i fattori che stanno alla base di questa tendenza sono la mancata scoperta di nuovi terreni auriferi e l'effetto sui profitti di salari e costi crescenti. Nelle miniére piú vecchie aderenti alla "Transvaal and Orange Free State Chamber of Mines", dove nel 1966 la produzione è diminuita di 0,5 milioni di once scendendo a 5,3 milioni, i costi per tonnellata di minerale trattato sono cresciuti del 22% rispetto al 1958 e la media dei profitti per oncia si è contratta del 44%, nonostante un maggiore impiego di minerali piú ricchi.

Valutato alla parità ufficiale di \$35 per oncia, l'oro prodotto nel 1966 equivale a \$1.440 milioni. E siccome durante l'anno non si sono avute offerte di oro da parte dell'URSS, questo importo rappresenta anche tutto il metallo di nuova produzione che si è reso disponibile. La domanda di oro, esclusa quella proveniente da fonti ufficiali del mondo occidentale, sebbene notevolmente al disotto della punta toccata nel 1965 di \$1.750 milioni, non si è ridotta in misura uguale alla flessione nell'offerta, con il risultato che durante l'anno si sono dovuti effettuare prelievi dalle riserve auree ufficiali dei paesi occidentali per \$95 milioni, allo scopo di mantenere l'equilibrio fra la domanda e l'offerta.

Fonti e usi dell'oro (stime).

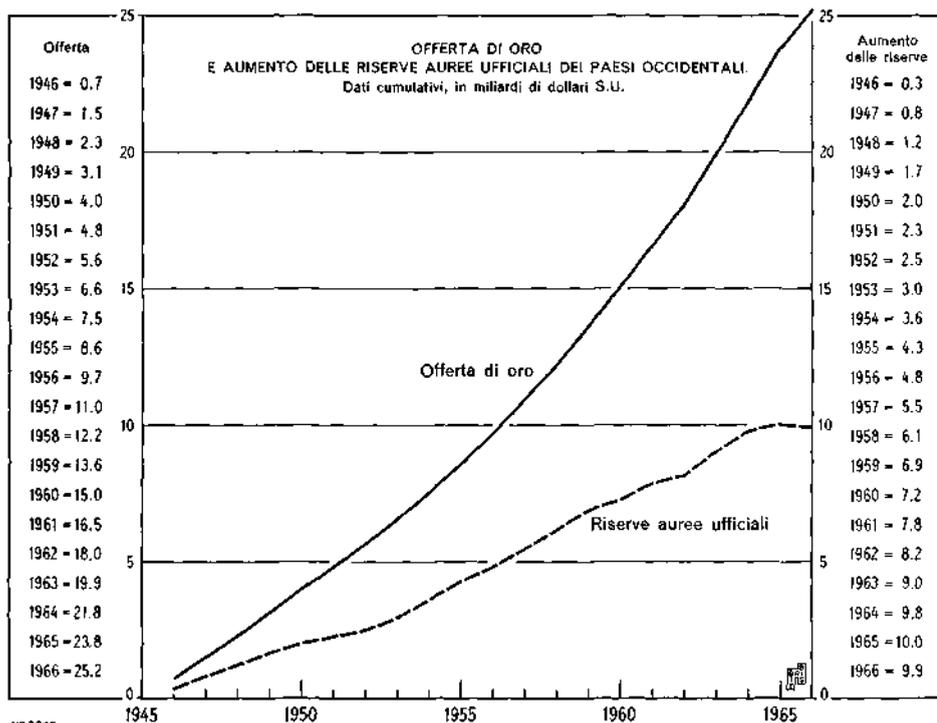
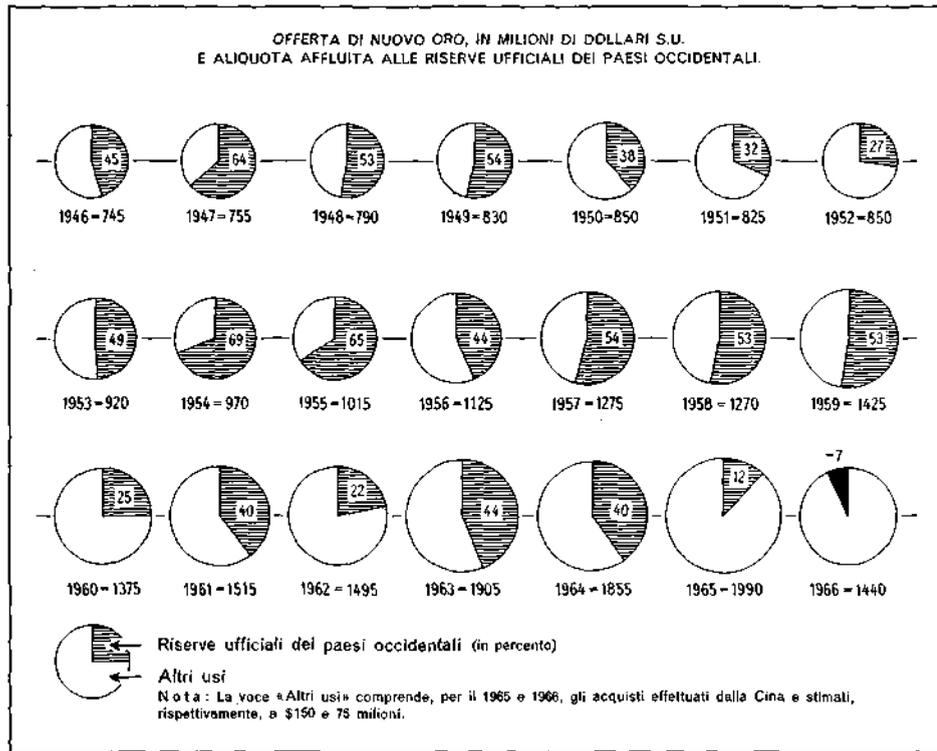
	1962	1963	1964	1965	1966
	milioni di dollari S. U.				
Produzione di oro ¹	1.295	1.355	1.405	1.440	1.440
Vendite dell'URSS.	200	550	450	550	—
Totale.	1.495	1.905	1.855	1.990	1.440
Variazione nelle riserve auree ufficiali dei paesi del mondo occidentale	330	840	750	240	— 95
Altri usi ²	1.165	1.065	1.105	1.750	1.535

¹ Esclusi l'URSS, i paesi dell'Europa orientale, la Cina e la Corea del Nord. ² Residui. Comprendono gli acquisti della Cina stimati a circa \$150 milioni nel 1965 ed a circa \$75 milioni nel 1966.

Gli acquisti cinesi di oro, stimati a circa \$150 milioni per il 1965, possono essere valutati a circa \$75 milioni per il 1966. La domanda di oro non monetario è stata quindi press'a poco di \$1.450 milioni, ossia di circa \$150 milioni inferiore a quella del 1965, ma sensibilmente superiore alla media per il triennio 1962-64 quando fu di circa \$1.100 milioni. Questo fatto è dovuto in gran parte alla tendenza ascendente della domanda di oro per usi industriali e per il tesoreggiamento tradizionale; in aggiunta, nel 1966, vi sono stati certamente anche acquisti di natura speculativa.

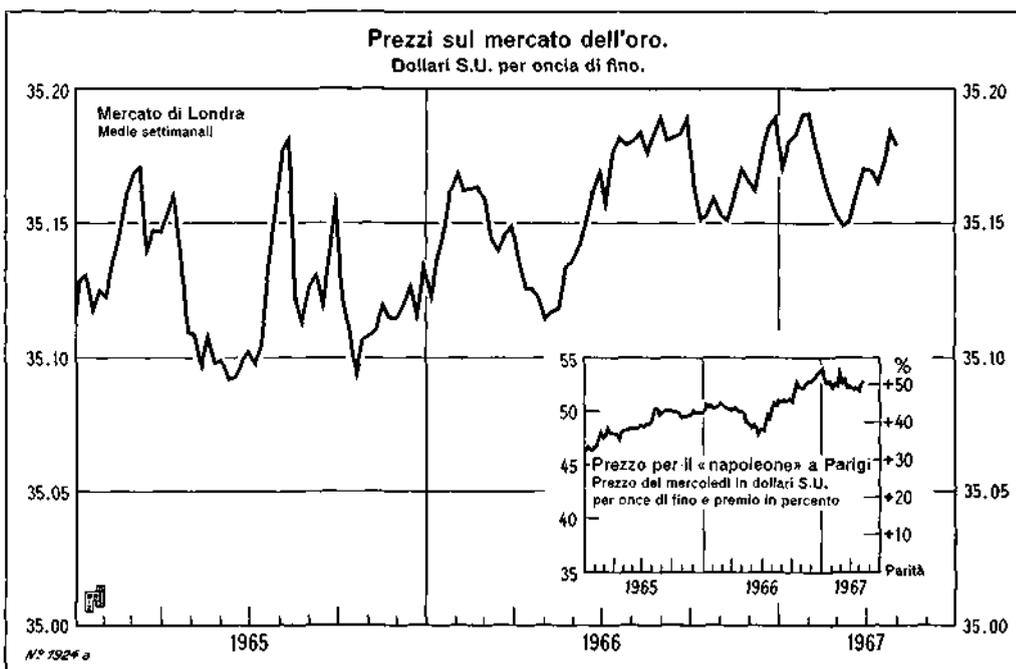
Il 1966 è stato il primo anno dalla guerra, in cui le riserve auree ufficiali non hanno registrato alcun aumento. Nei ventun anni dalla fine della seconda guerra mondiale alle riserve ufficiali del mondo occidentale è affluito oro per un importo cumulativo di \$9,9 miliardi su un totale di metallo di nuova produzione

Offerta e usi dell'oro.



pari a \$25,2 miliardi. I grafici alla pagina precedente mostrano, per ciascun anno del predetto periodo, il rapporto fra domanda di oro monetario e non monetario, nonché gli sviluppi cumulativi dell'offerta e delle riserve ufficiali.

Volgendoci ad esaminare i movimenti sul mercato dell'oro di Londra, si notano due importanti fattori che, durante il periodo sotto rassegna, hanno mantenuto bassi gli approvvigionamenti del mercato e hanno contribuito al drenaggio netto che il Consorzio dell'oro delle banche centrali ha sopportato nel 1966, per il primo anno intero dalla sua fondazione. Uno di essi è costituito dalle mancate vendite russe di metallo, già menzionate, e l'altro dal basso livello delle vendite del Sud Africa fino al 1966 molto inoltrato, a causa dell'andamento favorevole della bilancia dei pagamenti di questo paese. La contrazione della domanda privata nella prima parte del 1966 ha ridotto il prezzo sul mercato di Londra, al momento della "determinazione", da oltre \$35,17 alla fine di gennaio a meno di \$35,11 (minimo per l'anno) all'inizio di maggio. Un'altra fase acuta della crisi della sterlina ha peraltro provocato l'intensificazione della domanda in giugno e, successivamente, la pressione degli acquisti è rimasta forte fino a dopo l'assemblea generale del F.M.I., che ha avuto luogo all'inizio di ottobre. Di conseguenza il prezzo al momento della "determinazione" è gradualmente salito ad una punta di \$35,18 a metà luglio; poi ha fluttuato piuttosto ampiamente intorno a questo livello fino all'inizio di ottobre, quando è sceso a \$35,15. Verso la fine dell'anno, le congetture sulla possibilità che il Sud Africa potesse essere coinvolto nella crisi della Rhodesia e sull'aumento del prezzo dell'oro hanno contribuito al riaffiorare di tensioni. Nella seconda metà di dicembre il prezzo, al momento della "determinazione", si è avvicinato a \$35,19 ½. All'inizio del nuovo anno le quotazioni sono scese, ma poi sono nuovamente salite ad oltre \$35,19 ½ verso la fine di



gennaio. Malgrado che durante il primo trimestre del 1967 le vendite sudafricane di oro abbiano superato in misura notevole la produzione corrente, il prezzo, al momento della "determinazione", è rimasto per lo più al di sopra di \$35,15 e alla metà di maggio si è aggirato su \$35,18. Più avanti nel mese, in seguito alla sospensione delle vendite di argento da parte del Tesoro americano (vedasi pagina seguente) e in parte anche in connessione con gli avvenimenti nel Medio Oriente, la domanda di oro è cresciuta sensibilmente e il 25 maggio il prezzo, al momento della "determinazione", ha toccato \$35,19 ³/₄, massimo raggiunto dall'ottobre 1962.

Nel 1966, per il secondo anno consecutivo, il prezzo di mercato delle monete d'oro è cresciuto sensibilmente. Espressa in termini di dollari per oncia di oro fino, la quotazione sul mercato di Parigi per il "napoleone", dopo essere diminuita durante i primi mesi del 1966, è salita da \$48,25 a fine maggio a \$53,75 intorno al volgere dell'anno, toccando così una punta mai raggiunta da quattordici anni. All'inizio del 1967 il prezzo si è ridotto a circa \$52,50, ma verso la fine di maggio è salito a \$54 per le stesse ragioni che hanno provocato l'aumento del prezzo dell'oro in barre. In base al programma generale di liberazione dei rapporti valutari con l'estero, le autorità francesi hanno abolito, con decorrenza dal 31 gennaio 1967, il divieto di importare ed esportare oro detenuto da privati. Sebbene questa misura abbia reso il mercato di Parigi parte integrante del mercato internazionale dell'oro, non vi è per ora alcuna indicazione che esso abbia contribuito a far aumentare il volume delle transazioni sul mercato dell'oro di Parigi.

Il Tesoro americano, agendo in conformità dei poteri conferitigli dalla legge di coniazione del 1965, ha sospeso il 18 maggio 1967 tutte le vendite di argento, eccettuate quelle a "imprese nazionali autorizzate che impiegano argento nella loro attività". In aggiunta ha emanato il divieto di fondere, alterare ed esportare monete d'argento. Questa evoluzione si è verificata dopo più di otto anni durante i quali la domanda mondiale di argento è stata notevolmente in eccesso rispetto al metallo di nuova produzione. In questo periodo il Tesoro americano ha operato sul mercato come venditore di ultima istanza di metallo al prezzo fisso (che dal settembre 1963 era stato di \$1,293 per oncia di fino), con il risultato che, fra la

Offerta e usi mondiali dell'argento.

Anni	Offerta			Usi			Eccedenza della domanda sull'offerta	Variazioni nelle riserve del Tesoro S.U.
	Nuova produzione ¹	Altra provenienza ²	Totale	Monetari	Industriali	Totale		
milioni di once di fino								
1959	189	35	224	86	213	299	— 75	— 47
1960	208	53	261	104	225	329	— 68	— 68
1961	203	55	258	137	240	377	— 119	— 130
1962	209	99	308	128	259	387	— 79	— 96
1963	215	75	290	166	261	427	— 137	— 184
1964	217	—	217	267	304	571	— 354	— 369
1965	223	98	321	376	347	723	— 402	— 418
1966	231	37	268	107	357	464	— 196	— 202

¹ Esclusi l'URSS, i paesi dell'Europa orientale, la Cina e la Corea del Nord.

² Rottami, metallo demonetizzato, variazioni nelle scorte e vendite della Cina e dell'URSS.

fine del 1958 e la data di sospensione delle vendite, le riserve di argento del Tesoro si sono ridotte da 2.100 a circa 500 milioni di oncie; quest'ultima cifra corrisponde all'incirca all'ammontare dei certificati di argento in circolazione. L'effetto immediato della sospensione delle vendite da parte del Tesoro è stato il formarsi di un prezzo di mercato superiore al prezzo ufficiale di vendita stabilito dal Tesoro americano. Alla fine di maggio 1967 questo prezzo di mercato era di \$1,55 per oncia di fino.

Come è già stato menzionato, nel 1966 le riserve mondiali di oro (escluse quelle dell'URSS, di altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) sono diminuite di \$95 milioni, ad un totale di \$43.205 milioni (dati di fine anno). A prescindere da questo fatto, durante l'anno la caratteristica principale dei movimenti di oro detenuto da organi ufficiali è rappresentata dal trasferimento di metallo dalle riserve dei paesi alle istituzioni monetarie internazionali, in seguito, soprattutto, ai versamenti di oro connessi con l'incremento generale delle quote sottoscritte nel F. M. I.

Nel 1966, le riserve auree delle istituzioni monetarie internazionali sono cresciute di \$635 milioni. La maggior parte di questo importo è affluito al F. M. I.,

Riserve mondiali di oro.

Paesi o aree	Variazioni nel		Consistenza a fine 1966
	1965	1966	
	milioni di dollari S.U.		
Stati Uniti	- 1.665	- 670	13.235
Canada	+ 125	- 105	1.045
Europa occidentale	+ 2.435	- 125	22.835
Austria	+ 100	-	700
Belgio-Lussemburgo	+ 105	- 35	1.525
Francia	+ 975	+ 530	5.240
Germania	+ 160	- 120	4.290
Italia	+ 300	+ 10	2.415
Paesi Bassi	+ 70	- 25	1.730
Portogallo	+ 55	+ 70	645
Regno Unito	+ 130	- 325	1.940
Spagna	+ 195	- 25	785
Svizzera	+ 315	- 200	2.840
Altri paesi	+ 30	- 5	725
America latina	- 80	- 70	985
Brasile	- 30	- 15	45
Colombia	- 25	- 10	25
Messico	- 10	- 50	110
Altri paesi	- 15	+ 5	805
Asia	+ 75	- 30	1.690
Africa	- 115	+ 165	880
Sud Africa	- 150	+ 210	640
Altri paesi	+ 35	- 45	240
Altri paesi	- 5	+ 5	250
Totale per tutti i paesi	+ 770	- 730	40.920
Istituzioni internazionali	- 530	+ 635	2.285
BRI	- 510	+ 135	- 425
Fondo europeo	+ 20	- 15	50
F.M.I.	- 40	+ 515	2.650
Altre istituzioni	-	-	10
Totale complessivo	+ 240	- 95	43.205

i cui averi hanno subito un incremento di \$515 milioni. Nel 1966, i versamenti di oro al Fondo relativamente alle quote sottoscritte sono ammontati a \$853 milioni; le conseguenze di questi versamenti sulle riserve auree dei paesi sono state tuttavia in parte compensate dai depositi di oro, per \$254 milioni, che il Fondo ha effettuato negli Stati Uniti e nel Regno Unito, nonché dalle sue vendite di oro a paesi membri per \$148 milioni. Nel 1966 si è verificato anche un miglioramento nella posizione in oro a pronti della BRI. Dato soprattutto che i riporti di fine 1966 in oro fra la BRI e la Banca nazionale svizzera sono stati inferiori di \$220 milioni a quelli di fine 1965, alla fine del 1966 la posizione negativa della BRI per quanto riguarda l'oro a pronti è stata di \$135 milioni minore a quella di un anno prima.

Considerando le riserve auree dei paesi, nel 1966 le perdite più cospicue sono state sopportate dai due centri di riserva. Le riserve degli Stati Uniti hanno subito perdite di oro per \$570 milioni, che è un importo assai inferiore a quello registrato per il 1965 (\$1.665 milioni). La ragione principale di questo andamento è stata ovviamente una riduzione nelle conversioni di dollari in oro da parte degli altri paesi. Nel 1966, il totale netto delle vendite americane ad altri paesi è stato di \$610 milioni contro \$1.320 milioni nell'anno precedente. Le cessioni a paesi dell'Europa occidentale sono ammontate a \$660 milioni, di cui \$600 milioni alla Francia e \$60 milioni all'Italia. Questi sono praticamente gli unici acquisti degni di rilievo effettuati nel 1966 in Europa, mentre nel 1965 la maggior parte dei paesi europei aveva convertito in oro cospicui importi presso il Tesoro americano. Nel 1966 la perdita di oro è stata pure contenuta per il fatto che \$177 milioni delle vendite ad altri paesi sono stati "mitigati" dal F.M.I., mentre nel 1965 la perdita era stata accresciuta dal versamento di oro per \$259 milioni relativamente alla quota sottoscritta in oro dagli Stati Uniti.

Le riserve auree del Regno Unito si sono ridotte di \$325 milioni nel 1966, mentre quelle degli altri paesi dell'Europa occidentale, considerate complessivamente, sono cresciute di \$200 milioni. La Francia (con \$530 milioni) ed il Portogallo (con \$70 milioni) sono i soli paesi europei, le cui riserve abbiano registrato notevoli incrementi, mentre, a prescindere dal Regno Unito, la Svizzera (con \$200 milioni) e la Germania (con \$120 milioni) sono stati gli unici a subire cospicue perdite. E, come si è spiegato sopra, la "perdita" della Svizzera è fittizia, perchè è stata in gran parte il risultato di modificazioni intervenute nelle operazioni di fine anno delle banche. Esclusi il Regno Unito e la Svizzera, nel 1966 le perdite europee di oro sono state provocate per lo più da versamenti di metallo al F. M. I.

Nel resto del mondo si sono verificate soltanto due variazioni degne di nota nelle riserve auree. Quelle del Canada sono diminuite di \$105 milioni, perchè l'oro affluito dalla produzione interna è stato più che compensato da cessioni di metallo per \$200 milioni agli Stati Uniti. E le riserve auree del Sud Africa sono aumentate di \$210 milioni. Difatti, nei primi sette mesi dell'anno, queste ultime hanno registrato un incremento di \$250 milioni, ma successivamente si sono lievemente ridotte in conseguenza dei programmi governativi intesi ad accumulare scorte, che hanno provocato un saldo passivo della bilancia dei pagamenti.

Fondo monetario internazionale.

Nel 1966 si è verificata una notevole espansione nelle risorse globali del F.M.I. L'aumento generale delle quote in misura del 25 %, deciso nel 1964, è entrato in vigore in febbraio e, congiuntamente ad incrementi speciali nelle quote di sedici paesi membri, ha fatto salire il totale di tutte le quote del Fondo da \$16 a circa 21 miliardi. Anche nel 1966, le operazioni del Fondo sono state cospicue, sebbene i prelievi siano stati assai minori che nel 1965. I prelievi lordi effettuati dai paesi membri sono ammontati a \$1.448 milioni contro \$2.433 milioni l'anno precedente. I riacquisti, per \$721 milioni, sono stati lievemente maggiori di quelli eseguiti nel 1965 e il totale netto dei prelievi è passato da \$1.732 a 727 milioni.

I prelievi lordi eseguiti dagli Stati Uniti sono ammontati a \$680 milioni contro \$435 milioni nel 1965. Altri paesi membri hanno prelevato dollari S. U. per \$159 milioni durante l'anno, sicchè i prelievi netti americani sono stati di \$521 milioni. I prelievi tecnici compiuti dagli Stati Uniti, i quali hanno lo scopo di fornire ad altri paesi membri del Fondo le valute necessarie per operazioni di riacquisto, hanno totalizzato \$430 milioni; di questo importo, \$400 milioni erano costituiti da dollari canadesi e la rimanenza da DM. In agosto 1966, gli Stati Uniti hanno inoltre prelevato lire per \$250 milioni, utilizzandone il ricavo per assorbire dollari detenuti dalle autorità monetarie italiane. Alla fine del 1966, i prelievi lordi cumulativi effettuati dagli Stati Uniti dal febbraio 1964 avevano raggiunto l'importo di \$1.640 milioni, di cui \$1.090 milioni a titolo di prelievi tecnici. Siccome, durante lo stesso periodo, altri paesi hanno eseguito prelievi in dollari S. U. per \$719 milioni, i prelievi netti americani sono ammontati, in totale, a \$921 milioni. Questo importo rappresenta poco più del 70 % della "tranche" di oro degli Stati Uniti, che è di \$1.290 milioni.

Nel 1966, il Regno Unito ha eseguito un nuovo prelievo per \$122 milioni. Tuttavia, siccome durante l'anno altri paesi hanno prelevato sterline per \$82 milioni, la posizione netta del paese è deteriorata soltanto di \$40 milioni. L'importo del prelievo britannico è stato pari all'incremento della "tranche" di oro del

Fondo monetario internazionale: Prelievi e riacquisti nel 1966.

Paesi o aree	Prelievi	Riacquisti	Prelievi netti
	milioni di dollari S.U.		
Stati Uniti	680	159*	521
Regno Unito	122	82*	40
Altri paesi europei	83	63	20
Jugoslavia	38	40	— 2
America latina	174	220	— 46
Argentina	48	76	— 28
Brasile	—	39	— 39
Cile	30	45	— 15
Colombia	38	34	4
Altri paesi	389	197	192
Ceylon	30	11	19
Ghana	52	2	50
India	225	125	100
Totale	1.448	721	727

* Riacquisti con prelievi effettuati da altri paesi membri.

Regno Unito ed è stato compiuto per alleviare l'onere che il versamento della quota sottoscritta in oro ha costituito per le sue riserve. Il prelievo era composto di DM, che sono stati utilizzati per acquistare oro dalla Bundesbank. A questa il Fondo ha poi ceduto un ammontare corrispondente di oro, ricostituendo così i propri saldi in DM e compensando contemporaneamente la Bundesbank per la vendita di oro alla Banca d'Inghilterra.

Nel 1966, i prelievi netti di altri paesi europei sono ammontati soltanto a \$20 milioni. Il maggiore prelievo singolo è stato effettuato dalla Jugoslavia per \$38 milioni, ma esso è stato più che compensato da riacquisti per \$40 milioni. Altre transazioni compiute da paesi europei includono prelievi netti per \$21 milioni da parte dell'Irlanda e prelievi lordi e riacquisti per \$21 milioni da parte della Turchia.

I paesi dell'America latina hanno, in complesso, ridotto il loro indebitamento verso il Fondo di \$46 milioni. Nelle altre parti del mondo, i paesi membri del Fondo hanno prelevato un importo netto di \$192 milioni, al quale l'India ha partecipato con \$100 milioni ed il Ghana con \$50 milioni.

Durante l'anno le valute prelevate dal Fondo sono state quattordici. Per la prima volta l'elenco si apre con il dollaro canadese, con prelievi per \$460 milioni. Di questo importo, \$400 milioni sono stati peraltro impiegati da altri paesi membri per effettuare riacquisti, per cui l'utilizzo netto di dollari canadesi è ammontato soltanto a \$48 milioni. Su base netta, la valuta più utilizzata è stata la lira con \$304 milioni, seguita dal DM con \$225 milioni.

Su un totale di prelievi lordi di \$1.448 milioni, un ammontare di \$1.050 milioni è stato finanziato con le quote sottoscritte in valuta dai paesi membri, \$148 milioni sono stati raccolti con vendite di oro del Fondo e \$250 milioni provengono da un prestito in lire, con scadenza a cinque anni, che l'Italia ha concesso al Fondo nell'agosto 1966. Quest'ultima transazione costituisce il primo esempio di un paese membro che conceda un credito al Fondo al di fuori degli Accordi generali di prestito (A.G.P.). Le condizioni del prestito italiano sono analoghe a quelle che vengono applicate nel quadro di detti Accordi.

Nel 1966 e nel primo trimestre del 1967, il Fondo ha depositato \$272 milioni in oro nei due centri di riserva, per attenuare gli effetti che sulle loro riserve avevano prodotto gli acquisti di oro compiuti da altri paesi membri per i versamenti delle quote al Fondo stesso. Dal settembre 1965 al marzo 1967, il Fondo, allo scopo di "mitigare" questi effetti, ha depositato oro per \$315 milioni, di cui \$228 milioni negli Stati Uniti e \$87 milioni nel Regno Unito. Su un totale di \$1.177 milioni in oro versati al Fondo dal febbraio 1965 in connessione con l'incremento delle quote, alla fine del marzo 1967 il Fondo aveva restituito ai paesi membri, attraverso vendite e depositi di oro, un importo di \$463 milioni.

Nel corso dell'anno ha assunto particolare importanza la revisione e la proroga delle facilitazioni speciali del Fondo, introdotte nel 1963, per il finanziamento compensatore dei saldi passivi che si creano nelle bilance dei pagamenti dei paesi membri produttori di materie prime in seguito ad un volume insufficiente di esportazioni. In base alle nuove disposizioni, il limite massimo dei prelievi compensatori che i paesi membri potranno effettuare è stato portato dal 25 al 50 % della quota.

Ciò significa che se i paesi membri del Fondo fanno pieno uso di questa facilitazione, nonchè dei loro normali diritti di prelievo, gli averi che il Fondo detiene nelle loro valute potrebbero salire al 250 % delle quote, invece che al 225 % come avveniva precedentemente.

Nel primo trimestre del 1967 i prelievi netti dal Fondo sono ammontati, complessivamente, a \$100 milioni; la transazione principale è stata effettuata dalla Spagna che ha prelevato \$166 milioni. Un'altra caratteristica del trimestre è data dal fatto che la valuta maggiormente utilizzata è stata la sterlina, con \$72 milioni. Questi prelievi di sterline da parte di altri paesi membri hanno naturalmente provocato un miglioramento corrispondente nella posizione netta del Regno Unito. Il 25 maggio poi il Regno Unito ha rimborsato al Fondo \$405 milioni su \$1 miliardo che aveva prelevato nel dicembre 1964. Il Fondo ha utilizzato l'importo per rimborsare le somme messe a sua disposizione in quell'occasione nel quadro degli Accordi generali di prestito.

Riserve ufficiali ed altri movimenti monetari.

Stati Uniti. Calcolato in base al concetto della liquidità, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è stato nel 1966 pressochè eguale a quello dell'anno precedente: \$1.370 milioni contro \$1.335 milioni. Il suo finanziamento è stato però assai diverso. Nel 1965, il saldo passivo era stato coperto per il 90 % con fondi ufficiali, mentre nel 1966 è stato registrato un avanzo di \$245 milioni sulla base dei regolamenti ufficiali e, nell'ambito dei regolamenti stessi, un miglioramento di \$1.020 milioni per quanto riguarda il saldo netto delle attività e passività liquide nel settore ufficiale.

Stati Uniti: Movimenti monetari esterni.

Voci	1965	Anno	1966				1967 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari S.U. (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Riserve	-1.220	- 570	- 425	- 70	- 80	+ 5	-1.025
Oro	-1.665	- 570	- 70	- 210	- 170	- 120	- 50
Valute estere	+ 350	+ 540	- 220	+ 165	+ 425	+ 170	-1.005
"Tranche" di oro nel F.M.I.	+ 95	- 540	- 135	- 25	- 335	- 45	+ 30
Passività verso detentori ufficiali esteri	- 85	+ 815	+ 825	- 315	+ 490	- 185	- 255
Liquide	+ 15	+1.590	+ 850	- 55	+ 600	+ 195	+ 85
Non liquide	- 100	- 775	- 25	- 260	- 110	- 380	- 340
Saldo sulla base dei regolamenti ufficiali	-1.305	+ 245	+ 400	- 385	+ 410	- 180	-1.280
meno Passività non liquide verso detentori ufficiali esteri	+ 100	+ 775	+ 25	+ 260	+ 110	+ 380	+ 340
Variazione nelle posizioni liquide ufficiali	-1.205	+1.020	+ 425	- 125	+ 520	+ 200	- 940
più Passività verso detentori esteri non ufficiali	- 130	-2.390	- 475	- 25	-1.220	- 670	+ 710
Saldo sulla base della liquidità	-1.335	-1.370	- 50	- 150	- 700	- 470	- 230

Il fattore dominante dei movimenti monetari degli Stati Uniti è stato, nel 1966, l'aumento di \$2.390 milioni nelle passività verso detentori esteri non ufficiali. Questo andamento, particolarmente accentuato nella seconda metà dell'anno, è stato il risultato dell'inasprimento delle condizioni del mercato monetario negli Stati Uniti. Soprattutto, le banche americane sono andate attirando depositi attraverso le loro filiali operanti sul mercato dell'eurodollaro. Può darsi che la fonte di alcuni di questi depositi sia di natura ufficiale, pur figurando nelle statistiche come appartenenti ad istituzioni non ufficiali. La ragione di ciò sta nel fatto che quando le autorità monetarie estere spostano l'impiego dei loro dollari dagli Stati Uniti al mercato dell'eurodollaro o decidono di utilizzare in quel mercato dollari di nuova acquisizione le statistiche americane riportano un aumento delle passività verso banche commerciali estere, non verso detentori ufficiali. E' probabile perciò che le statistiche americane esagerino l'effettivo incremento che si è verificato negli averi non ufficiali in dollari, nonché la reale contrazione negli averi ufficiali.

Sebbene l'afflusso di fondi a breve attraverso il sistema bancario abbia più che coperto il deficit di liquidità, ciò non significa che nel 1966 le autorità americane non abbiano avuto problemi concernenti i finanziamenti esterni. Al contrario, le riserve auree si sono ulteriormente ridotte di \$570 milioni, con vendite nette di oro ad altri paesi che sono ammontate a \$610 milioni. La posizione della "tranche" di oro nel F.M.I. si è inoltre deteriorata di \$540 milioni. L'effetto di queste perdite nelle riserve sulla posizione ufficiale netta è stato tuttavia più che compensato dalle variazioni occorse negli averi ufficiali di valute estere e nelle passività verso non residenti ufficiali.

Gli averi ufficiali degli Stati Uniti in valute convertibili, che già nel 1965 erano cresciuti di \$350 milioni, sono aumentati ancora di \$540 milioni nel 1966 e, alla fine dell'anno, avevano raggiunto il livello senza precedenti di \$1.320 milioni. Quasi metà dell'incremento conseguito nel 1966 è dovuta alla contropartita in sterline dell'assistenza accordata alla Banca d'Inghilterra, mentre la maggior parte della rimanenza è costituita dal ricavo di un'operazione di riporto in DM contro dollari per \$200 milioni effettuata, nel dicembre 1966, fra il Sistema della Riserva federale e la BRI, allo scopo di consentire a quest'ultima di moderare l'aumento di fine anno dei saggi d'interesse sul mercato dell'eurodollaro. L'espansione negli averi ufficiali in valuta degli Stati Uniti ebbe allora come contropartita un incremento degli averi esteri in dollari.

Per quanto riguarda le passività verso detentori ufficiali esteri, la flessione di esse nel 1966 è stata di \$815 milioni. Le passività liquide si sono ridotte di \$1.590 milioni, mentre si è avuto un aumento di \$775 milioni in determinate passività non liquide verso detentori ufficiali esteri le quali, non influenzando sul risultato globale della bilancia dei pagamenti calcolato sulla base della liquidità, sono comprese nella bilancia dei regolamenti ufficiali. Una parte della flessione nelle passività liquide è stata semplicemente la contropartita dell'incremento nelle passività non liquide; ed un'altra parte si sarà riflessa nell'aumento delle passività verso detentori esteri non ufficiali, sebbene, come è stato rilevato più sopra, un'aliquota di questa variazione non ha probabilmente rappresentato un effettivo trasferimento di dollari da detentori ufficiali a privati. Sulle passività liquide verso

detentori ufficiali esteri hanno inoltre influito i pagamenti anticipati di debiti effettuati da altri paesi durante l'anno. Questi pagamenti sono ammontati a \$410 milioni; a tale importo la Germania ha contribuito con \$195 milioni, l'Italia con \$145 milioni e la Francia con \$70 milioni. Nel 1965, l'unico pagamento anticipato di debiti era stato eseguito dalla Francia per l'importo di \$180 milioni. Qualora questi pagamenti anticipati fossero considerati come finanziamenti ed aggiunti al deficit di liquidità, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti per il 1966 salirebbe a \$1.780 milioni contro \$1.515 milioni nel 1965.

Le passività verso detentori ufficiali esteri comprendono anche averi di non residenti in obbligazioni del governo S. U. non negoziabili, per lo più stilate nella valuta del detentore e comunemente note come obbligazioni Roosa. Nel 1966, la consistenza delle obbligazioni Roosa è diminuita di \$450 milioni. Gli averi della Germania si sono ridotti di \$250 milioni, quelli del Canada di \$125 milioni, dell'Austria di \$50 milioni e della Svizzera di \$45 milioni. D'altra parte, le obbligazioni Roosa detenute dall'Italia sono cresciute di \$25 milioni. Un importo di \$515 milioni è stato inoltre convertito dalla forma non liquida in liquida: \$300 milioni in Germania, \$190 milioni in Svizzera e \$25 milioni in Austria. Queste conversioni hanno comportato variazioni corrispondenti delle passività non liquide e liquide verso detentori ufficiali esteri.

Per il primo trimestre del 1967 il deficit di liquidità, prima della rettifica-
zione per variazioni stagionali, è ammontato a \$230 milioni. Tuttavia, calcolato sulla base dei regolamenti ufficiali esso è stato di \$1.280 milioni. La differenza fra questi importi è da ascrivere a due fattori. Il primo, e più importante, è costituito da un deflusso di \$710 milioni tramite il sistema bancario sotto forma di una riduzione delle passività verso non residenti non ufficiali, provocata dal rimborso di fondi che, nel 1966, le banche degli Stati Uniti avevano preso a prestito sul mercato dell'eurodollaro. Il secondo è rappresentato da un ulteriore incremento di \$340 milioni nelle passività non liquide verso non residenti ufficiali. A prescindere da quest'ultimo aumento, il deficit dei regolamenti ufficiali è stato finanziato essenzialmente mediante una diminuzione di \$1.005 milioni negli averi ufficiali in valute convertibili, composti per la maggior parte di sterline.

Regno Unito. La principale caratteristica dei movimenti monetari britannici nel 1966 è data dal fatto che, nonostante un notevole miglioramento della bilancia dei pagamenti, si è verificato un deflusso di fondi dal mercato di Londra di tali proporzioni che i finanziamenti ufficiali sono stati assai più cospicui che nel 1965. Più precisamente, si è avuta una notevole uscita di fondi durante i mesi estivi di entrambi gli anni, ma nel 1966 il riflusso, che ha luogo in autunno, è stato molto minore che nel 1965, a causa di una flessione negli averi in sterline degli altri paesi appartenenti all'area della sterlina e ad un divario sfavorevole nelle operazioni con copertura rispetto ai saggi d'interesse corrisposti per il dollaro.

Grazie alle misure adottate dalle autorità britanniche nel luglio 1966, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti è sceso da \$695 a 500 milioni. Il miglioramento effettivo è stato tuttavia maggiore, perchè nel saldo passivo del 1966 è incluso un importo di circa \$200 milioni per il servizio dei prestiti postbellici ottenuti da Stati Uniti e Canada: i relativi pagamenti per il 1964 e 1965 erano

Regno Unito: Movimenti monetari esterni.

Voci	1965	Anno	1966			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U. (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)						
Attività ufficiali	+ 690	- 790	- 320	- 295	- 115	- 60
Riserve	+ 690	+ 95	+ 565	- 295	- 115	- 60
Utilizzo del portafoglio in dollari . . .	-	- 885	- 885	-	-	-
Conto presso il F.M.I.	-1.400	+ 5	- 10	+ 20	- 10	+ 5
Passività in sterline verso detentori ufficiali non appartenenti all'area della sterlina (al netto)	- 290	- 810	+ 350	- 40	-1.110	- 10
Depositi ufficiali in valute di banche centrali estere (al netto)	+ 200	- 40	-	-	- 50	+ 10
Altre passività nette in sterline verso detentori dell'area della sterlina	+ 80	+ 420	- 325	- 275	+ 885	+ 135
verso detentori non ufficiali non appartenenti all'area della sterlina verso organizzazioni internazionali	+ 90	+ 475	- 60	+ 210	+ 405	- 80
Passività in valute estere delle banche R.U. (al netto)	+ 15	- 40	- 10	-	+ 10	- 40
Passività in valute del resto dell'area della sterlina (al netto)	+ 185	+ 455	+ 150	+ 185	- 20	+ 140
Capitali vari	- 20	+ 125	- 65	+ 50	+ 125	+ 15
Capitali vari	- 140	+ 135	+ 100	+ 100	+ 5	- 70
Saldo complessivo	- 695	- 500	- 120	- 255	- 290	+ 165

stati per lo più differiti. La composizione dei movimenti monetari del 1966 non può essere calcolata con esattezza per la mancanza di informazioni circa la misura in cui la Banca d'Inghilterra ha fatto ricorso all'assistenza accordata dalle banche centrali. Un'idea approssimativa di quanto è accaduto può tuttavia essere ottenuta, presumendo che i movimenti negli averi ufficiali in sterline all'infuori dell'area di questa moneta siano, grosso modo, da attribuire all'assistenza delle banche centrali, che è stata ricevuta o rimborsata.

Avvalendoci della predetta ipotesi, è possibile dedurre che il totale fabbisogno ufficiale di mezzi di finanziamento per il 1966 può avere superato di circa \$1 miliardo il saldo passivo nei conti con l'estero. Questo importo corrisponde quindi, molto approssimativamente, all'entità dei movimenti monetari sfavorevoli occorsi durante l'anno. Due sono i fattori che stanno alla base di tali movimenti: la nuova crisi di fiducia nella sterlina nell'estate del 1966 e l'attrattiva esercitata dagli elevati saggi d'interesse corrisposti per il dollaro. Per l'anno 1966 nel suo insieme, le predette conseguenze si possono rilevare soprattutto nella flessione di \$420 milioni nella partita "Altre passività in sterline (al netto)" (che indica la variazione in tutte le passività in sterline tranne che in quelle verso detentori ufficiali non appartenenti all'area della sterlina e comprende una riduzione di \$475 milioni nelle passività verso detentori non ufficiali non appartenenti a detta area) e nella diminuzione di \$455 milioni nelle passività nette in valute estere delle banche britanniche.

In aggiunta a questi due elementi principali, durante l'anno si è verificata anche una contrazione di \$125 milioni nelle passività nette in valute degli altri paesi appartenenti all'area della sterlina e di \$135 milioni nelle passività diverse. La variazione nella posizione delle banche britanniche per quanto concerne le

predette valute ha rispecchiato transazioni di natura contabile, che sono state compensate negli averi in sterline degli altri paesi appartenenti all'area di questa moneta, mentre il deflusso di capitali vari è da attribuire, per \$105 milioni, a riduzioni nei depositi anticipati per future ordinazioni di esportazioni, che erano stati aperti dalla Germania occidentale.

Quanto ai movimenti monetari ufficiali, l'operazione di finanziamento più importante è consistita nell'utilizzo di \$885 milioni provenienti dal portafoglio in dollari del Tesoro. Per di più l'aumento di \$810 milioni nelle passività in sterline verso detentori ufficiali residenti fuori dell'area di questa moneta deve aver rispecchiato soprattutto il ricorso all'assistenza accordata dalle banche centrali, analogamente all'incremento di \$40 milioni nei depositi ufficiali in valute diverse dalla sterlina da parte di banche centrali estere. Le riserve di cui si pubblicano i dati sono cresciute di \$95 milioni durante l'anno.

Volgendoci ad esaminare il corso degli avvenimenti durante l'anno, si constata che la pressione sulla sterlina ha raggiunto il suo acme nel terzo trimestre. I principali fattori di tale situazione erano il saldo passivo nei pagamenti, stagionalmente elevato, di \$290 milioni (compresa la partita bilanciante) e la riduzione di \$885 milioni nelle passività in sterline verso detentori non ufficiali, residenti fuori dell'area di questa moneta. Più di metà della riduzione registrata in questa voce, ossia \$470 milioni, è occorsa nei saldi del resto dell'area della sterlina ed è dovuta più al saldo passivo dei loro pagamenti in ampia misura stagionali, che a sfiducia nella sterlina. Per contro, nei primi sei mesi dell'anno, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti del resto dell'area della sterlina aveva provocato un'espansione di \$740 milioni nei saldi in sterline da essa detenuti, alleggerendo così notevolmente per il Regno Unito il peso dei finanziamenti ufficiali.

Nell'ultimo trimestre del 1966 la bilancia dei pagamenti è diventata attiva.

Le riserve sono diminuite di \$60 milioni, ma sono stati effettuati rimborsi in conto di assistenza ricevuta. In pari tempo, i saldi in sterline dei paesi non appartenenti all'area di questa moneta sono andati ricostituendosi. I saldi ufficiali, esclusa l'assistenza, devono aver subito un cospicuo incremento, poichè, pur includendo i rimborsi dell'assistenza, essi sono cresciuti di \$10 milioni durante il trimestre. Ed i saldi privati detenuti fuori dell'area della sterlina sono pure aumentati di \$80 milioni. L'effetto potenziale sulle riserve di questi afflussi, nonchè della entrata di capitali vari per \$70 milioni è stato tuttavia annullato da un ulteriore deflusso di \$140 milioni dovuto a variazioni nella posizione valutaria netta delle banche e da un'altra flessione di \$255 milioni nei saldi in sterline del resto dell'area di questa moneta.

Nel primo trimestre del 1967, ma soprattutto all'inizio dell'anno, si è verificato inoltre un cospicuo afflusso di fondi sul mercato di Londra. Una quota di questi fondi ha assunto la forma di un ulteriore incremento dei saldi in sterline detenuti fuori dell'area di questa moneta ed un'altra quota è rappresentata dal riflusso di fondi dagli Stati Uniti in seguito alla flessione nei saggi d'interesse sul mercato del dollaro. I dati particolareggiati sugli sviluppi nel primo trimestre non sono ancora disponibili, ma è noto che le riserve sono cresciute di \$160 milioni e che la maggior parte dell'assistenza ricevuta dalle banche centrali è stata rimborsata.

Paesi continentali dell'Europa occidentale. Nel 1966 i movimenti monetari esterni dei paesi continentali dell'Europa occidentale hanno presentato nelle loro principali caratteristiche un notevole contrasto con quelli del 1965. Anzitutto, il saldo attivo globale verso l'estero, di \$1.080 milioni, è ammontato a meno della metà di quello dell'anno precedente. Questo andamento ha rispecchiato, in ampia misura, la flessione dei saldi della Francia e dell'Italia. Occorre inoltre ricordare che i pagamenti anticipati di debiti effettuati da questo gruppo di paesi agli Stati Uniti sono saliti da \$180 a 410 milioni. Secondariamente il miglioramento delle posizioni nette verso l'estero dei sistemi bancari dei paesi continentali, per i quali si dispone di dati, è ammontato soltanto al 10% del saldo attivo globale contro il 40% nel 1965. Anche in questo caso, la differenza è da attribuire soprattutto alla Francia ed all'Italia. In terzo luogo l'espansione delle attività ufficiali è diminuita da \$1.495 a 975 milioni. Infine, mentre l'aumento di \$335 milioni conseguito nel 1965 nelle riserve monetarie ufficiali era stato il risultato netto di una riduzione di \$1.980 milioni negli averi in valute e di un incremento di \$2.315 milioni nelle riserve auree, nel 1966 nessuna di queste voci ha subito notevoli variazioni, in quanto le riserve auree sono cresciute di \$200 milioni e gli averi in valute si sono contratti di \$85 milioni.

Per quanto riguarda le riserve auree dei paesi dell'Europa continentale, più di metà della differenza registrata fra gli aumenti del 1965 e del 1966 può essere ascritta alle transazioni effettuate fra questi paesi e le istituzioni monetarie internazionali. Così, nel 1965, i paesi dell'Europa continentale ricevettero \$350 milioni di oro dal F.M.I. in connessione con il prelievo britannico di \$1,4 miliardi; nel 1966, invece, essi hanno sottoscritto quote in oro presso il Fondo per \$365 milioni. Inoltre, i riporti su oro di fine anno fra la Banca nazionale svizzera e la BRI, che erano aumentati di \$330 milioni nel 1965, sono diminuiti di \$220 milioni nel 1966. Ciò non di meno rimane il fatto che, nel 1965, anche a prescindere da queste transazioni con le istituzioni internazionali, l'incremento delle riserve auree dei paesi dell'Europa continentale è stato alquanto superiore al totale dei finanziamenti ufficiali, mentre nel 1966 si è verificato l'opposto.

Quanto alla differenza registrata fra il 1965 ed il 1966 nei movimenti degli averi ufficiali in valute dei paesi dell'Europa continentale, la spiegazione della notevole flessione occorsa nel 1965 può essere trovata nella misura in cui questi paesi hanno prestato le loro valute attraverso il F.M.I. e nel cospicuo miglioramento delle posizioni nette sull'estero delle loro banche commerciali. Nel 1965 furono inoltre compiute alcune conversioni eccezionali in oro di riserve valutarie affluite in anni precedenti.

Ove si esamini la ripartizione geografica degli aumenti delle riserve che i paesi dell'Europa continentale hanno conseguito nel 1966, i più cospicui miglioramenti sono stati realizzati dalla Francia (\$385 milioni) e dalla Germania (\$350 milioni). Le attività ufficiali dell'Italia sono cresciute di \$170 milioni, perchè il loro incremento è stato limitato da trasferimenti di dollari al sistema bancario in base a speciali operazioni di riporto. I paesi, le cui riserve hanno subito un'espansione piuttosto notevole in rapporto alla loro funzione economica, sono Portogallo (\$115 milioni), Irlanda (\$85 milioni) e Norvegia (\$55 milioni).

**Paesi dell'Europa continentale,
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	1965	1.235	70	1.305	— 60	1.245	— 10	— 45
	1966	1.225	100	1.325	— 145	1.180	+ 20	— 85
Belgio-Lussemburgo	1965	2.145	310	2.455	— 560	1.895	+ 160	— 25
	1966	2.120	370	2.490	— 705	1.785	+ 35	— 145
Danimarca	1965	510	60	570	— 45	525	— 60	+ 80
	1966	510	70	580	— 25	555	+ 10	+ 20
Finlandia	1965	275	15	290	— 65	225	— 70	— 15
	1966	140	30	170	— 90	80	— 120	— 25
Francia	1965	5.370	895	6.255	— 110	6.145	+ 705	— 255
	1966	5.655	985	6.640	— 155	6.485	+ 365	— 45
Germania	1965	7.070	1.075	8.145	— 680	7.465	— 325	+ 45 ¹
	1966	7.240	1.255	8.495	— 580	7.915	+ 350	+ 100
Grecia	1965	235	15	250	5	255	— 30	—
	1966	250	25	275	5	280	+ 25	—
Irlanda	1965	395	10	405	250	655	— 40	— 10
	1966	490	—	490	240	730	+ 85	— 10
Islanda	1965	45	5	50	— 5	45	+ 5	—
	1966	50	5	55	— 10	45	+ 5	— 5
Italia	1965	4.400	550	4.950	— 195	4.755	+ 955	+ 620
	1966	4.235	885	5.120	195	5.315	+ 170	+ 390
Norvegia	1965	445	25	470	10	480	+ 90	+ 70
	1966	480	45	525	— 40	485	+ 55	— 50
Paesi Bassi	1965	2.045	360	2.405	35	2.440	+ 75	— 75
	1966	2.030	415	2.445	— 45	2.400	+ 40	— 80
Portogallo	1965	990	15	1.005	110	1.115	+ 55	+ 30
	1966	1.100	20	1.120	110	1.230	+ 115	—
Spagna	1965	1.270	140	1.410	—	1.410	— 105	—
	1966	1.040	165	1.205	—	1.205	— 205	—
Svezia	1965	815	140	955	95	1.050	+ 5	+ 20
	1966	845	165	1.010	135	1.145	+ 55	+ 40
Svizzera	1965	3.700	—	3.700	.	.	+ 60	.
	1966	3.685	—	3.685	.	.	— 15	.
Turchia	1965	60	— 20	40	.	.	+ 25	.
	1966	25	— 20	5	.	.	— 35	.
Totale	1965	31.005	3.655	34.660	— 1.215 ²	29.705 ²	+ 1.495	+ 950 ²
	1966	31.120	4.515	35.635	— 1.110 ²	30.835 ²	+ 975	+ 105 ²
Canada	1965	2.605	355	2.960	— 70	2.890	+ 140	— 400
	1966	2.230	450	2.680	355	3.035	— 280	+ 425
Giappone	1965	1.865	255	2.120	— 900	1.220	+ 130	+ 280
	1966	1.735	320	2.055	— 515	1.540	— 65	+ 385

¹ Dopo aver eliminato le variazioni statistiche. ² Solo quindici paesi.
 Nota: Per i paesi del Gruppo dei dieci più 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 reali pubblici.

L'intero aumento delle riserve auree dei paesi dell'Europa continentale è praticamente affluito a tre paesi e, precisamente, alla Francia (\$530 milioni), al Portogallo (\$70 milioni) ed alla Grecia (\$40 milioni). La Francia ha anche sopportato la maggiore perdita nelle riserve valutarie (\$250 milioni), ma pure gli averi della Spagna si sono ridotti considerevolmente (\$205 milioni) e quelli del-

L'Italia sono diminuiti di \$175 milioni. Le attività in valuta della Germania sono invece cresciute di \$285 milioni. L'aumento di \$860 milioni nelle posizioni nette dei paesi dell'Europa continentale sul F. M. I. si è distribuito fra un numero abbastanza grande di paesi, quantunque l'Italia, con \$335 milioni, abbia registrato il maggiore incremento individuale. Questo importo comprende il prestito speciale di \$250 milioni concesso al Fondo nell'agosto 1966.

Nel primo trimestre del 1967 le attività ufficiali nette dei predetti paesi sono diminuite di \$545 milioni, essendosi le loro riserve monetarie ridotte di \$435 milioni e le loro posizioni nette F. M. I. e A. G. P. di \$110 milioni. D'altra parte, le passività estere nette delle banche commerciali dei paesi per i quali si dispone di dati sono diminuite di \$740 milioni, avendo le banche tedesche, da sole, migliorato la loro posizione sull'estero di \$820 milioni.

Germania. Per la Germania ha influito sui movimenti monetari durante il 1966 principalmente il notevole miglioramento della bilancia dei pagamenti, il cui saldo passivo di \$280 milioni è stato sostituito da un saldo attivo di \$450 milioni. Calcolando fra i finanziamenti ufficiali il pagamento anticipato di debiti per \$195 milioni effettuato agli Stati Uniti nel dicembre 1966, il saldo attivo per questo anno sale a \$645 milioni. Siccome le posizioni nette delle banche non hanno subito sensibili variazioni, il miglioramento dei conti con l'estero si è rispecchiato soprattutto in un capovolgimento della posizione netta ufficiale, che è passata da un saldo passivo di \$325 milioni ad un saldo attivo di \$350 milioni, ossia di \$545 milioni se si include il pagamento anticipato di debiti.

E' soltanto nel maggio del 1966 che la posizione verso l'estero ha assunto decisamente un andamento attivo. Nei primi quattro mesi dell'anno, difatti, essa aveva registrato un modesto saldo passivo di \$5 milioni. Le banche commerciali hanno conseguito un miglioramento stagionale di \$360 milioni nella loro posizione netta sull'estero che è stato in parte compensato da una flessione di \$125 milioni nelle riserve valutarie e, in parte, da una riduzione di \$220 milioni nella voce "Altre attività di riserva". La consistenza di obbligazioni Roosa, stilate in DM, è diminuita di \$150 milioni e gli averi ufficiali in sterline, che erano stati ricostituiti nel 1965 in conformità delle disposizioni dell'accordo anglo-tedesco sul conguaglio dei costi per la difesa, hanno subito una flessione di \$70 milioni.

Germania: Movimenti monetari esterni.

	1965	1966	Gennaio- Aprile 1966	Maggio 1966- Marzo 1967
	milioni di dollari S.U. (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)			
Attività ufficiali (al netto)	- 325	+ 350	- 365	+ 815
Oro	+ 160	- 115	- 5	- 110
Valute estere convertibili	- 700	+ 785	- 125	+ 895
Altre attività di riserva	+ 35	- 390	- 220	- 170
Posizione netta F. M. I. e A. G. P.	+ 165	+ 180	+ 35	+ 150
Altre attività (al netto)	+ 15	- 110	- 50	+ 50
Posizione netta delle banche	+ 45	+ 100	+ 360	+ 560
Saldo complessivo	- 280	+ 450	- 5	+ 1.375

Dal maggio 1966 la bilancia dei pagamenti è andata accumulando risultati sempre più favorevoli e il saggio di espansione del saldo attivo ha continuato a crescere nel primo trimestre del 1967. La fisionomia dei movimenti monetari durante questo periodo risulta più chiara se la si considera in complesso, in modo da eliminare gli effetti delle operazioni di fine anno delle banche commerciali. Dalla fine di aprile 1966 alla fine di marzo 1967 il saldo attivo globale si è ragguagliato a \$1.375 milioni. Di questo ammontare \$560 milioni sono andati a migliorare la posizione netta sull'estero delle banche, mentre la rimanenza di \$815 milioni ha dovuto essere finanziata dal settore ufficiale. Elemento essenziale dei finanziamenti ufficiali durante questo periodo è stato l'incremento di \$895 milioni nelle riserve valutarie. Le riserve auree, d'altra parte, si sono ridotte di \$110 milioni, soprattutto a causa del pagamento di \$103 milioni al F. M. I. per la quota sottoscritta in oro; e questo versamento spiega la maggior parte dell'incremento di \$150 milioni nella posizione netta in seno al Fondo. Le altre attività di riserva hanno subito un'ulteriore flessione di \$170 milioni, dovuta per \$100 milioni a rimborsi di obbligazioni Roosa, stilate in DM, per \$50 milioni ad una riduzione negli averi ufficiali in sterline e per i rimanenti \$20 milioni al rimborso di debiti U. E. P.

Francia. Nel 1966, i movimenti monetari occorsi in Francia mostrano il mutamento fondamentale che durante l'anno si è verificato nella bilancia dei pagamenti. Nei primi otto mesi del 1966, il saldo attivo è stato di \$610 milioni, rispecchiatosi in un incremento di \$505 milioni nelle riserve auree e di \$95 milioni nella posizione netta nel F. M. I., dei quali \$50 milioni sono da attribuire al pagamento della quota sottoscritta in oro. In settembre, la posizione verso l'estero si è invertita e per gli ultimi quattro mesi dell'anno il saldo passivo ha raggiunto il livello di \$270 milioni. Poichè in settembre era stato effettuato un pagamento anticipato di debiti per \$70 milioni agli Stati Uniti, il fabbisogno di mezzi finanziari per questi quattro mesi è ammontato a \$340 milioni ed è stato coperto, per la maggior parte, attraverso un prelievo di \$245 milioni dalle riserve valutarie; la posizione netta sull'estero delle banche si è deteriorata di \$45 milioni. Durante il primo trimestre del 1967 si è registrato un ulteriore modesto saldo passivo di \$50 milioni. Siccome questo movimento è stato accompagnato da un afflusso di \$60 milioni tramite le banche, le attività ufficiali hanno subito un lieve incremento.

Italia. Come in Francia, nel 1966 la bilancia dei pagamenti italiana ha assunto un andamento assai meno favorevole. Il lungo periodo di saldi attivi, il cui inizio risale al secondo trimestre del 1964, ha avuto termine nel terzo trimestre del 1966 e nell'ultimo trimestre dell'anno i conti con l'estero hanno accumulato un saldo passivo di \$110 milioni. Come risultato, il saldo attivo per l'intero anno 1966 è sceso da \$1.575 milioni nel 1965 a \$560 milioni. Questi dati amplificano peraltro il deterioramento avvenuto nei due anni, poichè nel settembre 1966 è stato eseguito un pagamento anticipato di debiti per \$145 milioni al governo degli Stati Uniti, il quale può essere considerato un'operazione di finanziamento.

Nei primi nove mesi del 1966 le banche commerciali italiane hanno continuato ad assorbire una parte del saldo attivo della bilancia dei pagamenti, contribuendo così a limitare la necessità di finanziamenti ufficiali. Entro questo quadro

Italia: Movimenti monetari esterni.

Voci	1965	Anno	1966				1967 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari S.U. (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Riserve nette	+ 400	- 220	- 275	+ 175	- 35	- 85	- 170
Oro	+ 295	+ 10	- 35	-	- 10	+ 55	-
Valute estere	- 110	- 175	- 190	+ 185	- 105	- 65	- 150
Altre attività di riserva	+ 225	- 85	- 50	- 10	+ 60	- 85	- 15
Passività a breve	- 10	+ 30	-	-	+ 20	+ 10	- 5
Posizione netta F.M.I. e A.G.P. ed altri prestiti al F.M.I.	+ 405	+ 335	+ 40	+ 30	+ 255	+ 10	+ 25
Altre attività ufficiali	+ 150	+ 55	+ 90	- 30	+ 5	- 10	+ 5
Posizione ufficiale netta	+ 955	+ 170	- 145	+ 175	+ 225	- 85	- 140
Posizione netta delle banche	+ 620	+ 390	+ 220	+ 10	+ 185	- 25	- 105
Saldo complessivo	+ 1.575	+ 560	+ 75	+ 185	+ 410	- 110	- 245

generale, la fisionomia dei movimenti monetari ha tuttavia presentato notevoli differenze nei singoli trimestri.

Nel primo trimestre non si sono presentati problemi per i finanziamenti ufficiali, poichè il saldo attivo globale di \$75 milioni è stato più che coperto da un aumento, in parte stagionale, di \$220 milioni nella posizione netta sull'estero delle banche. Le riserve nette si sono ridotte di \$275 milioni, cioè di un importo notevolmente superiore al saldo attivo verso l'estero che le banche hanno registrato nel trimestre. Due sono le cause di questo andamento: 1) il versamento della quota sottoscritta in oro di poco più di \$30 milioni al F.M.I. e 2) l'incremento di \$90 milioni nella voce "Altre attività ufficiali", che rappresenta uno spostamento dalle riserve primarie ad attività a più lungo termine.

Nel secondo trimestre il saldo attivo è salito a \$185 milioni, ed ha avuto per contropartita monetaria un incremento di \$175 milioni nelle riserve nette. Nel terzo trimestre, quando il saldo attivo ha raggiunto la sua punta stagionale, la posizione netta sull'estero delle banche ha conseguito un cospicuo miglioramento, di \$185 milioni, lasciando al settore ufficiale il compito di finanziare un importo di \$225 milioni. In luglio, la Riserva federale ha utilizzato la sua facilitazione creditizia in lire per \$225 milioni, allo scopo di assorbire l'afflusso di dollari alle riserve italiane. Nel mese successivo il riporto è stato però liquidato dagli Stati Uniti mediante un prelievo di lire per \$250 milioni dal F.M.I. Il prelievo è stato finanziato con un prestito speciale in lire al Fondo, ciò che spiega l'aumento della posizione netta dell'Italia nel F.M.I. nel terzo trimestre.

Il saldo passivo accumulato nell'ultimo trimestre si è in gran parte risolto in una flessione di \$85 milioni nella posizione ufficiale netta. Esso è stato, più precisamente, finanziato con una riduzione nell'ammontare di dollari detenuti in base alle operazioni di riporto effettuate con la Riserva federale e inclusi nella partita "Altre attività di riserva". Le riserve valutarie si sono contratte di \$65 milioni, quasi interamente per acquisti di oro effettuati presso il Tesoro americano.

In seguito, in parte, al deflusso di capitali provocato da motivi tributari, nel primo trimestre del 1967 il saldo passivo globale ha raggiunto l'ammontare di \$245 milioni. Le riserve valutarie si sono ridotte di \$150 milioni e la posizione netta sull'estero delle banche è deteriorata di \$105 milioni. Il saldo passivo è occorso soprattutto nel gennaio e febbraio, mentre in marzo è stato registrato un saldo attivo di \$40 milioni.

La linea di condotta seguita dalle autorità italiane in merito al finanziamento del saldo attivo della bilancia dei pagamenti risulta evidente quando si sommano le partite monetarie per il 1965 e il 1966. Su un saldo attivo globale di \$2.135 milioni, un ammontare di \$1.010 milioni è stato finanziato attraverso le banche e \$740 milioni attraverso il F. M. I. Le riserve primarie di oro e valute estere hanno presentato un incremento soltanto di \$20 milioni.

Paesi Bassi. Nel 1966, la bilancia dei pagamenti ha accumulato un saldo passivo di \$40 milioni. Il sistema bancario ha tuttavia ridotto la sua posizione netta sull'estero del doppio di tale ammontare, sicchè le attività monetarie ufficiali nette sono cresciute di \$40 milioni. In effetti, la posizione netta nel F. M. I. è migliorata di \$55 milioni, accompagnata da una flessione di \$15 milioni nelle riserve monetarie. L'aumento della posizione netta dei Paesi Bassi nel Fondo è dovuto per \$25 milioni al pagamento della quota sottoscritta in oro e per la rimanenza ai prelievi di fiorini da parte di altri paesi membri. Queste operazioni hanno provocato riduzioni corrispondenti nelle riserve auree e rispettivamente in quelle valutarie, ma per quanto riguarda queste ultime, la contrazione è stata più che compensata dalla riduzione nella posizione netta sull'estero delle banche, di modo che durante l'anno le riserve valutarie sono effettivamente cresciute di \$10 milioni.

Il contrasto fra le due metà del 1966 è stato notevole, sia per la fisionomia, sia per la direzione assunta dai movimenti monetari esterni. Durante i primi sei mesi dell'anno è stato registrato un saldo passivo nella bilancia dei pagamenti di \$180 milioni, il quale si è rispecchiato in una diminuzione di \$105 milioni nelle attività estere nette delle banche ed in una riduzione di \$75 milioni nelle attività nette ufficiali. Tuttavia, nel secondo semestre dell'anno, quando la bilancia dei pagamenti, sulla base dei conti di cassa, è diventata attiva, la posizione sull'estero delle banche è migliorata soltanto di \$25 milioni, mentre le attività nette ufficiali sono cresciute di \$115 milioni.

Nel primo trimestre del 1967 la bilancia dei pagamenti, sulla base dei conti di cassa, ha presentato un ulteriore saldo passivo di \$60 milioni, la cui contropartita è da ricercarsi in una flessione nella posizione netta verso l'estero del settore ufficiale e di quello bancario. Le riserve valutarie si sono ridotte di \$50 milioni, in seguito, in parte, ad un incremento di circa \$20 milioni in altre attività ufficiali; e le passività nette verso l'estero delle banche sono aumentate di \$35 milioni.

Belgio. In Belgio, l'andamento dei movimenti monetari, per il 1966 nel suo insieme, è stato alquanto analogo a quello dei Paesi Bassi. La bilancia dei pagamenti ha accumulato un saldo passivo di \$110 milioni, ma, a causa di una riduzione di \$145 milioni nella posizione netta sull'estero delle banche, si è verificato

un aumento di \$35 milioni nelle attività nette ufficiali. Come per i Paesi Bassi, la posizione netta nel F. M. I. è migliorata in misura superiore al totale delle attività ufficiali, cioè di \$60 milioni, mentre le riserve monetarie sono diminuite di \$25 milioni. Nel primo trimestre del 1967 è stato realizzato un saldo attivo nei pagamenti di \$35 milioni. Le attività monetarie ufficiali nette si sono peraltro contratte di \$10 milioni, dato che le passività nette verso l'estero delle banche, che erano cresciute di \$185 milioni durante i tre trimestri precedenti, sono diminuite di \$45 milioni.

Austria. Anche in Austria il saldo passivo della bilancia dei pagamenti è stato accompagnato, nel 1966, da un incremento delle attività ufficiali nette. Il saldo passivo dei conti con l'estero è ammontato a \$65 milioni, ma questo importo è stato più che compensato da una diminuzione di \$85 milioni nella posizione sull'estero delle banche; la contrazione si è verificata quasi interamente nell'ultimo trimestre dell'anno, quando il saldo passivo ha raggiunto il livello di \$90 milioni. L'aumento di \$20 milioni nel totale delle attività ufficiali nette è stato, come nei Paesi Bassi e nel Belgio, più che compensato da un miglioramento di \$30 milioni nella posizione netta nel F. M. I.; di questo importo, \$25 milioni sono da ascrivere al pagamento della quota sottoscritta in oro dall'Austria. Non si sono verificate variazioni nelle riserve auree durante l'anno, mentre quelle valutarie si sono ridotte di \$10 milioni.

Svizzera. Nel 1966, le attività monetarie ufficiali nette della Svizzera hanno subito una flessione di \$15 milioni. Le riserve monetarie sono cresciute di \$75 milioni, mentre le altre attività ufficiali si sono contratte di \$90 milioni. Durante i primi quattro mesi dell'anno, le riserve si sono ridotte di \$450 milioni, in parte, per ragioni stagionali e, in parte, per l'attrattiva esercitata dai crescenti saggi d'interesse esteri. In maggio, i mercati svizzeri del denaro e dei capitali hanno incominciato a mostrare sintomi di tensione e questo fatto, insieme alle operazioni di metà anno delle banche, ha provocato un incremento di \$200 milioni nelle riserve alla fine di giugno. In luglio, gli effetti dell'inversione delle predette operazioni sono stati in notevole misura compensati dalle ripercussioni della crisi della sterlina, ma, da fine giugno a fine ottobre, le riserve sono gradualmente diminuite di \$110 milioni, per poi aumentare di nuovo di \$435 milioni a fine anno. Alla fine del 1966, le riserve auree erano inferiori di \$200 milioni al livello di un anno prima, soprattutto a causa di più limitate operazioni di riporto di fine anno effettuate con la BRI. Durante l'anno, le riserve valutarie sono invece cresciute di \$275 milioni. Per quanto concerne la flessione di \$90 milioni nelle altre attività ufficiali, \$45 milioni sono dovuti ad una riduzione negli averi della Confederazione svizzera in titoli del governo S. U. non negoziabili, stilati in franchi svizzeri.

Nei primi mesi del 1967 sono state registrate di nuovo ampie fluttuazioni nelle riserve. Dopo una diminuzione stagionale di \$415 milioni in gennaio, vi è stato un incremento di \$210 milioni nel mese di marzo, provocato dal fatto che le banche hanno eseguito per la prima volta operazioni connesse al bilancio alla fine del primo trimestre. Durante aprile, l'inversione di queste operazioni ha contribuito in ampia misura alla flessione di \$280 milioni nelle riserve.

Dei paesi nordici, nel 1966 la posizione verso l'estero della Danimarca e della Norvegia è stata pressochè in equilibrio, mentre la Svezia ha accumulato un saldo attivo e la Finlandia un saldo passivo.

Svezia. La bilancia dei pagamenti ha presentato un saldo attivo di \$95 milioni. Le attività ufficiali nette sono cresciute di \$55 milioni, ai quali le riserve valutarie hanno contribuito con \$30 milioni e la posizione netta nel F.M.I. con \$25 milioni. Le attività nette estere delle banche sono aumentate di \$40 milioni, in quanto una riduzione di \$40 milioni nella prima metà dell'anno è stata seguita da un incremento di \$80 milioni nei sei mesi successivi.

Finlandia. Dal 1965 al 1966, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti è salito da \$85 a 145 milioni; oltre metà dell'incremento è stata accumulata nell'ultimo trimestre dell'anno. La maggior parte del saldo passivo del 1966 è stata finanziata da una contrazione di \$120 milioni nelle attività ufficiali nette. Le riserve auree sono diminuite di \$40 milioni, di cui \$15 milioni sono stati versati al F.M.I. e si sono riflessi in un miglioramento della posizione netta della Finlandia nel Fondo. Le riserve valutarie sono diminuite di \$80 milioni.

Spagna. Nel 1966, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti è salito a \$205 milioni. Durante i primi sei mesi le attività ufficiali nette si sono ridotte di \$215 milioni, essendo le riserve monetarie diminuite di \$240 milioni, mentre la posizione netta nel F.M.I. è aumentata di \$25 milioni in seguito al pagamento della quota sottoscritta in oro. Poi, durante il terzo trimestre, le riserve sono cresciute, per ragioni di natura stagionale, di \$85 milioni e, nonostante la nuova flessione intervenuta nell'ultimo trimestre, alla fine dell'anno sono risultate superiori di \$15 milioni al livello di metà anno. Nel primo trimestre del 1967 è stato registrato un ulteriore saldo passivo di \$170 milioni, il quale è stato praticamente finanziato con il prelievo dal F.M.I. di \$165 milioni, che costituiscono l'intera posizione della "tranche" in oro della Spagna.

Canada. Dal 1965 al 1966, la bilancia dei pagamenti, calcolata in base alla somma delle variazioni nelle attività monetarie ufficiali nette e nella posizione netta sull'estero delle banche, è passata da un saldo passivo di \$260 milioni ad un saldo attivo di \$145 milioni. Contemporaneamente si è verificata una completa inversione di tendenza non soltanto nella direzione, ma anche nella fisionomia dei movimenti monetari. Nel 1965 il saldo passivo è stato più che coperto da una riduzione netta di \$400 milioni nella posizione a breve sull'estero delle banche, sicchè le attività monetarie ufficiali nette sono aumentate di \$140 milioni. Nel 1966, invece, la posizione netta sull'estero delle banche è diminuita di \$425 milioni, mentre le attività ufficiali nette si sono ridotte di \$280 milioni.

L'aumento del 1966 nella posizione sull'estero delle banche è da ascrivere soprattutto all'attrattiva esercitata dai più elevati saggi d'interesse in vigore negli Stati Uniti. Più di metà dell'espansione è occorsa nel terzo trimestre dell'anno, quando la situazione monetaria negli Stati Uniti era particolarmente tesa. Per quanto concerne le variazioni nelle attività ufficiali nette, la più importante è costituita da una flessione di \$430 milioni nelle riserve monetarie. Le riserve auree

sono diminuite di \$ 105 milioni, comprese vendite di oro per \$ 200 milioni al Tesoro americano e le riserve valutarie sono scese di \$ 325 milioni durante l'anno; di questo importo, \$ 145 milioni sono dovuti a riacquisti, da parte del governo canadese, di proprie obbligazioni in dollari S. U. detenute negli Stati Uniti. Sulle riserve valutarie hanno anche influito determinate transazioni che hanno fatto aumentare le attività monetarie non incluse nelle riserve. Da una parte, la posizione netta nel F. M. I. del Canada è migliorata di \$ 95 milioni durante l'anno e, dall'altra, il governo canadese ha acquistato \$ 25 milioni di titoli emessi dalla BIRS e detenuti da residenti americani. Alla fine del 1966, le riserve in oro e in dollari S. U. del Canada più la sua posizione di riserva netta nel F. M. I. si erano ridotte a circa \$ 2.500 milioni, importo alquanto inferiore a quello che era stato concordato con le autorità americane a titolo di compenso per l'esenzione del Canada dall'imposta di conguaglio degli interessi.

Nel primo trimestre del 1967, la bilancia dei pagamenti ha presentato un saldo passivo di \$ 315 milioni; quasi l'intero importo è stato finanziato con una riduzione di \$ 280 milioni nella posizione netta sull'estero delle banche. Le riserve sono diminuite di \$ 35 milioni: i saldi ufficiali in valute estere si sono contratti di \$ 70 milioni, mentre le riserve auree sono aumentate di \$ 35 milioni.

Giappone. Nel 1966, la bilancia dei pagamenti ha registrato un saldo attivo di \$ 320 milioni contro \$ 410 milioni l'anno precedente. Il saldo è stato più che interamente finanziato, come nel caso del Canada, con un incremento di \$ 385 milioni nella posizione netta sull'estero delle banche. Dato che i saggi d'interesse all'estero soprattutto negli Stati Uniti, erano più elevati di quelli giapponesi, le passività in yen delle banche si sono ridotte di \$ 215 milioni e le loro passività nette in valute estere di \$ 170 milioni. Durante l'anno le attività monetarie ufficiali nette sono diminuite di \$ 65 milioni; le variazioni principali sono costituite da una contrazione di \$ 100 milioni nelle riserve valutarie e da un incremento di \$ 65 milioni nella posizione netta in seno al F. M. I.

Nel primo trimestre del 1967 il saldo passivo è ammontato a \$ 285 milioni; esso è stato più che coperto da una flessione di \$ 300 milioni nella posizione netta sull'estero delle banche.

Mercati dei cambi.

Durante il periodo sotto rassegna due importanti serie di fattori hanno influito sugli sviluppi del mercato dei cambi, e precisamente, da una parte, l'influenza esercitata dalla politica monetaria degli Stati Uniti e, dall'altra, l'andamento della bilancia dei pagamenti di base in alcuni grandi paesi europei. Per quanto riguarda la politica monetaria americana, il periodo in esame si suddivide in due fasi distinte. Durante la prima di esse, che è durata per la più parte del 1966, le restrizioni sul mercato monetario hanno attratto fondi verso gli Stati Uniti. Questo fatto, nonostante il persistente saldo passivo nei conti con l'estero americani, ha dato origine ad una domanda sostenuta di dollari e ha contribuito, tranne che nei paesi con cospicui saldi attivi, ad indebolire un poco le valute europee nei confronti del dollaro. Durante la seconda fase, che ha avuto inizio nel dicembre 1966 ed è tut-

tora in atto nei primi mesi del 1967, la politica monetaria americana è stata progressivamente attenuata. In seguito, in parte, a questa evoluzione, e sebbene in alcuni paesi europei la politica monetaria sia divenuta meno restrittiva in armonia, in certa misura, con gli sviluppi negli Stati Uniti, all'inizio del maggio 1967 le valute della maggior parte dei paesi europei erano quotate alla pari o sopra la pari rispetto al dollaro S. U.

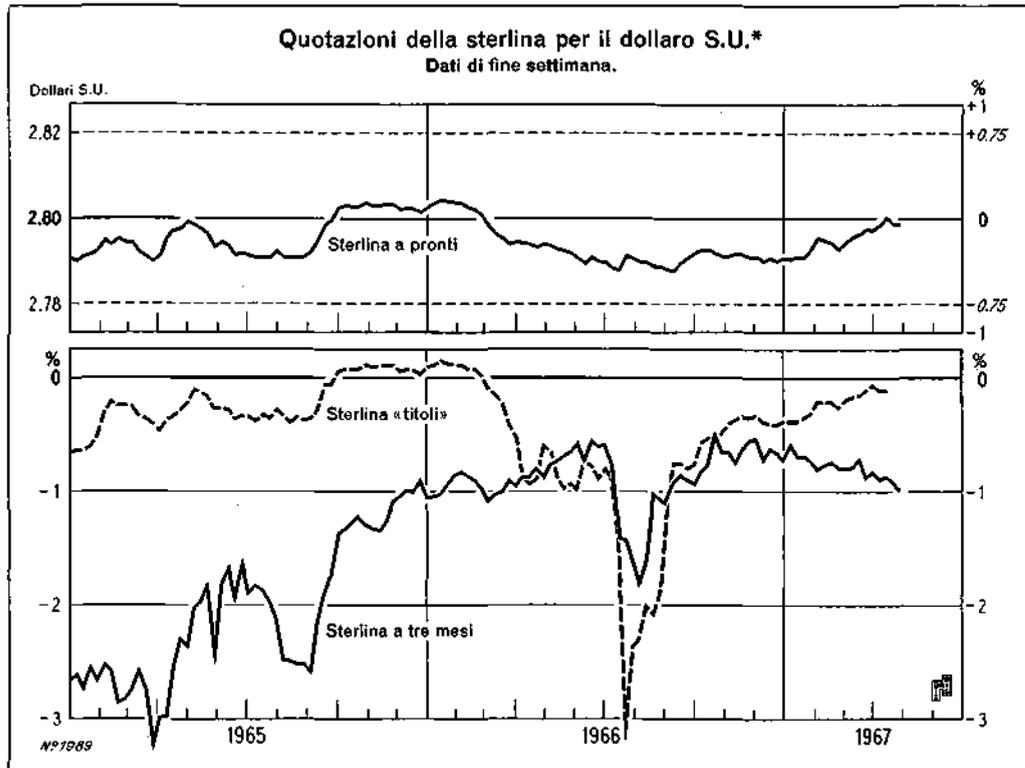
Per quanto riguarda gli effetti dell'andamento delle bilance dei pagamenti europee sul mercato dei cambi, essi sono chiaramente visibili nella debolezza della sterlina durante la primavera e l'estate del 1966, cui ha fatto seguito la ripresa a partire dalla fine di settembre, nella debolezza del franco francese e della lira italiana durante l'ultimo trimestre del 1966 e nel progressivo consolidamento del marco tedesco dal maggio 1966.

La sterlina. All'inizio del 1966 le prospettive per la sterlina sembravano incoraggianti. In seguito al regolare afflusso di fondi dal settembre 1965, alla metà di gennaio il cambio a pronti ha raggiunto $\$2,80 \frac{1}{2}$, nonostante i cospicui acquisti ufficiali di dollari, che per lo più sono stati utilizzati per rimborsare l'assistenza ricevuta e ridurre gli impegni valutari a termine in essere delle autorità. Nello stesso periodo lo sconto a tre mesi sul dollaro è diminuito dal 2,5 all'1% all'anno.

A partire dalla metà di febbraio la situazione ha tuttavia nuovamente incominciato a deteriorarsi. I dubbi riaffiorati in merito alla tendenza di base della bilancia dei pagamenti, seguiti dall'annuncio delle elezioni generali, hanno fatto sì che alla fine del mese il cambio a pronti sia sceso alla parità. Contemporaneamente, il movimento ascendente dei saggi d'interesse in altri paesi, soprattutto negli Stati Uniti, ha posto la sterlina sotto pressione. Alla fine di marzo il cambio a pronti non superava di molto $\$2,79 \frac{1}{4}$, ed a questo livello, o in prossimità di esso, è rimasto fino alla metà di maggio.

La pressione sulla sterlina è cresciuta ulteriormente a partire dal 16 maggio, quando ha avuto inizio lo sciopero dei marittimi. Alla fine del mese il cambio a pronti era caduto a $\$2,79 \frac{1}{8}$ e la svalutazione della rupia indiana, attuata al principio di giugno, ha costituito un altro elemento di generale disagio. L'annuncio del 13 giugno in merito ai nuovi accordi stipulati con le banche centrali per il sostegno della sterlina ha recato un momentaneo sollievo, ma esso è stato ben presto seguito da un ulteriore inasprimento delle condizioni monetarie all'estero verso la fine del semestre e, nonostante gli interventi ufficiali, il cambio a pronti è sceso al disotto di $\$2,79$. Durante il secondo trimestre la variazione negli impegni valutari a termine delle autorità è stata assai modesta e lo sconto a tre mesi sul dollaro si è infatti ridotto dall'1 allo 0,6% all'anno, in seguito in ampia misura a riporti di sterline contro dollari.

In luglio la persistente stretta monetaria all'estero, accompagnata dalla pubblicazione di dati sull'andamento sfavorevole della bilancia dei pagamenti nel primo trimestre dell'anno e da una cospicua perdita di riserve per il mese di giugno, ha provocato un deterioramento piuttosto drastico della situazione. Durante la prima metà di detto mese sono state registrate imponenti vendite di sterline, sia a pronti che a termine. Con notevoli sacrifici per le riserve, che sono state integrate



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

da una consistente assistenza estera, si è impedito che il cambio a pronti scendesse al disotto di \$2,78⁶/₈, ma alla metà del mese lo sconto a tre mesi è salito ad oltre l'1%. Fra i sintomi della crescente sfiducia nella sterlina occorre menzionare l'aumento a oltre il 3% dello sconto sulla sterlina "titoli" ed un incremento a oltre l'8% dei saggi d'interesse per l'eurosterlina a tre mesi. Sono state allora adottate misure energiche per correggere la situazione, ma la sterlina è rimasta sotto pressione fino a settembre inoltrato, sebbene a partire all'incirca dalla metà di agosto tale andamento sembra sia da attribuire tanto ad una generale scarsità di dollari nei paesi esteri quanto alla sfiducia. Il cambio a pronti, dopo essere risalito a circa \$2,79 alla fine di luglio, si è indebolito di nuovo in agosto ed è rimasto al disotto di quel livello fino alla seconda metà di settembre, mentre il cambio a termine si è ridotto notevolmente verso la fine di luglio e all'inizio di agosto, raggiungendo uno sconto dell'1,75% all'anno.

L'annuncio dato il 13 settembre della stipulazione di ulteriori accordi di sostegno con le banche centrali, che è stato emanato in un momento in cui la scarsità di dollari stava già diventando meno acuta e si cominciavano a notare segni di insufficienza di sterline, ha infine indotto un'inversione di tendenza. La sterlina, tanto a pronti che a termine, si è consolidata più avanti nel mese e il miglioramento è stato mantenuto per il resto dell'anno. Sebbene il cambio a pronti non abbia superato di molto \$2,79, alla fine di ottobre lo sconto del cambio a tre mesi sul dollaro è sceso a meno dello 0,75% all'anno.

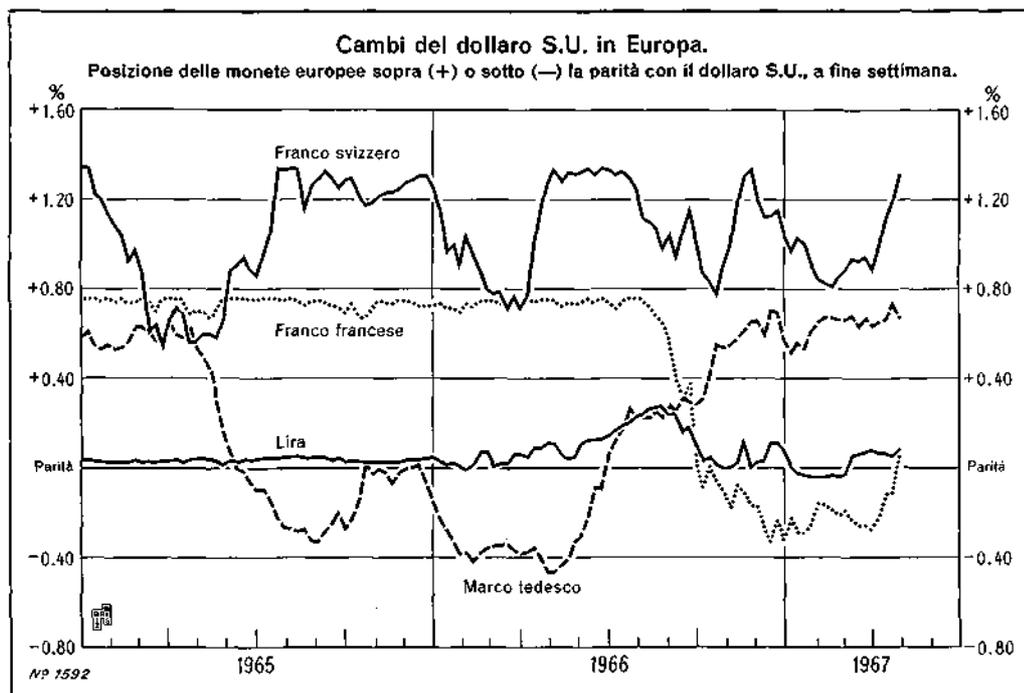
A partire dal dicembre 1966, una flessione nei saggi d'interesse per il dollaro ha spostato i margini di arbitraggio degli interessi in favore della sterlina. Questo fatto e le crescenti aspettative di una riduzione dei saggi d'interesse sul mercato della sterlina hanno accentuato il normale riflusso stagionale di fondi dopo la fine dell'anno. Essendo la bilancia dei pagamenti di base ritornata in attivo, durante il gennaio 1967 si è verificato un imponente afflusso di valute estere, che ha consentito alle autorità di effettuare cospicui rimborsi dell'assistenza ricevuta, nonchè di lasciar salire il cambio a pronti a circa \$2,79 ½. Dopo essersi ridotte di alquanto in febbraio, le quotazioni si sono di nuovo consolidate in marzo, ed a metà aprile, data alla quale il grosso dell'assistenza era stato liquidato, il cambio a pronti ha raggiunto la parità per la prima volta in oltre un anno. In maggio tuttavia un certo numero di fattori ha provocato l'indebolimento del cambio che alla fine del mese era di circa \$2,79 ½.

Il franco svizzero. Nei primi mesi del 1966 si è verificato un notevole deflusso di fondi dalla Svizzera, in parte per le consuete ragioni stagionali e, in parte, a causa dei saggi d'interesse crescenti sul mercato dell'eurodollaro. Come risultato, il cambio a pronti del franco svizzero rispetto al dollaro si è progressivamente indebolito passando da fr.sv. 4,31⁷/₈ alla fine del 1965 a fr.sv. 4,34³/₈ tre mesi dopo. In aprile la tensione cui è stato sottoposto il mercato monetario svizzero ha provocato il consolidamento del franco svizzero e all'inizio di maggio il cambio a pronti per il dollaro toccava il punto di intervento ufficiale di fr.sv. 4,31 ½. Una contrazione altrettanto sensibile del premio a termine sul dollaro, che è scomparso completamente in aprile, suggerisce che non si riteneva che la stretta monetaria sarebbe durata oltre la metà dell'anno. Nella fattispecie, tuttavia, la crisi della sterlina ha mantenuto il cambio a pronti per il dollaro assai vicino al punto d'intervento fin verso la fine di luglio.

In agosto, avendo la crisi della sterlina superato la fase più acuta i fondi hanno ripreso a defluire dalla Svizzera nel momento in cui i saggi d'interesse all'estero hanno toccato i loro livelli massimi e il cambio a pronti per il dollaro è sceso a fr.sv. 4,33. Dopo un ulteriore indebolimento a quasi fr.sv. 4,34 in ottobre, il cambio si è consolidato migliorando a fr.sv. 4,31 ½ in novembre, in connessione con i preparativi per la liquidità di fine anno, poi è caduto al disotto di fr.sv. 4,32 in dicembre, allorquando la stretta di fine anno sul mercato è stata attenuata da interventi ufficiali.

All'inizio del 1967 il cambio a pronti per il dollaro è diminuito ancora, in conformità del consueto andamento stagionale. Ma poichè i saggi d'interesse sono rimasti fermi, in contrasto con la generale tendenza al ribasso in altri paesi, verso la fine di aprile la domanda di franchi svizzeri ha portato il cambio a pronti al punto d'intervento ufficiale.

Il marco tedesco. Il notevole miglioramento che, nel periodo sotto rassegna, si è verificato nella bilancia dei pagamenti tedesca si è rispecchiato nelle quotazioni del mercato dei cambi per il marco tedesco. Il progresso tuttavia ha incominciato a farsi sentire soltanto nel maggio 1966. Difatti, durante i primi quattro mesi dell'anno il marco tedesco è rimasto sensibilmente al disotto della parità rispetto al



dollaro, in parte a causa di un deflusso stagionale di fondi tramite le banche in gennaio e, in parte, perchè la posizione globale sull'estero ha continuato a registrare un saldo passivo durante febbraio, marzo ed aprile. In effetti, se durante questi mesi le autorità americane non avessero acquistato marchi tedeschi sul mercato, il cambio a pronti rispetto al dollaro avrebbe potuto deteriorarsi in misura ancora maggiore.

A partire dalla fine di aprile, le quotazioni a pronti sono migliorate quasi senza interruzione e in dicembre il marco tedesco ha raggiunto il limite superiore nei confronti del dollaro. Quantunque il passaggio ad un saldo attivo assai cospicuo nella bilancia dei pagamenti spieghi il vigore del movimento ascendente del cambio, altri fattori hanno influito sul ritmo del suo apprezzamento. L'acuta crisi della sterlina ha contribuito al forte miglioramento del cambio a metà dell'anno, mentre, successivamente, in autunno, la tendenza all'insù delle quotazioni è stata limitata dall'attrattiva esercitata dai saggi d'interesse per l'eurodollaro. Nonostante un'attenuazione degli obblighi di liquidità per le banche, la stretta monetaria interna, in connessione con le operazioni di fine anno, ha infine spinto il cambio al suo limite massimo.

Nell'anno nuovo, un cospicuo e più che stagionale deflusso di fondi ha indebolito il marco tedesco in gennaio, ma sebbene il deflusso sia continuato, il cambio si è presto ripreso ed è salito a poco meno del limite massimo sotto la spinta del saldo attivo dei conti con l'estero.

Il franco francese. La lunga serie di saldi attivi registrati nella bilancia dei pagamenti, iniziata con la stabilizzazione del franco nel dicembre 1958, è terminata verso la fine dell'estate 1966 quando il cambio a pronti del franco francese

rispetto al dollaro, che era continuato a rimanere al punto superiore d'intervento, o molto prossimo ad esso, ha incominciato ad indebolirsi piuttosto rapidamente. Il predetto cambio è sceso sotto la parità alla fine di settembre 1966 e alla fine dell'anno presentava uno sconto di circa lo 0,3%. Sebbene la bilancia dei pagamenti abbia continuato ad accumulare un modesto saldo passivo, il franco francese è diventato un poco più stabile nell'anno nuovo. Le quotazioni si sono indebolite di nuovo in febbraio e marzo, per risalire sensibilmente in aprile e, alla fine di maggio, il cambio a pronti per il franco aveva superato sensibilmente la parità.

La lira. Nel periodo in esame, il fattore dominante delle quotazioni della lira sul mercato dei cambi è costituito dalla loro maggiore flessibilità. Dal marzo 1964 all'inizio del 1966 il cambio a pronti nei confronti del dollaro era stato mantenuto dalle autorità appena al disopra della parità di lire 625. Da questo livello è salito a lire 623 $\frac{1}{4}$ nell'agosto 1966, rispecchiando il consolidamento stagionale della bilancia dei pagamenti e successivamente è sceso appena al disotto della parità nel gennaio 1967, quando l'andamento dei conti con l'estero ha invertito la tendenza. Divenuta la bilancia dei pagamenti nuovamente attiva nel marzo 1967, il cambio è risalito al disopra della parità rispetto al dollaro e alla fine di aprile era di lire 624 $\frac{1}{2}$.

Altri sviluppi valutari.

Durante l'anno sono intervenute ulteriori variazioni non soltanto nei controlli valutari in senso stretto, ma anche in alcune disposizioni meno formali, che pure limitano la libertà dei flussi monetari internazionali. I paesi a moneta di riserva hanno entrambi fatto ricorso ad ulteriori restrizioni sui trasferimenti all'estero, mentre la Francia ha notevolmente attenuato i propri regolamenti amministrativi in materia.

Negli Stati Uniti le linee guida per il 1967 relative alla bilancia dei pagamenti hanno ricalcato quelle precedenti. Le società non finanziarie sono state invitate a contenere nel 1966-67 gli investimenti diretti all'estero entro una media annuale del 20% superiore a quella per il periodo 1962-64. Il limite esistente per i prestiti concessi a non residenti dalle banche commerciali (del 109% rispetto al livello di fine 1964) rimane in vigore fino a tutto il 1967 ed alle banche è stato raccomandato di ripartire uniformemente su questo periodo i prestiti concessi nell'ambito di tale limite. Infine, gli istituti finanziari non bancari sono stati invitati a far sì che dall'ottobre 1966 alla fine del 1967 l'espansione delle loro attività estere non superi il 5%. Sono state inoltre introdotte modificazioni per quanto riguarda l'imposta di conguaglio degli interessi, che è stata prorogata fino al luglio 1969. L'aliquota dell'imposta, in termini di interessi equivalenti, è stata aumentata all'1,5% ed al Presidente degli Stati Uniti è stata conferita la facoltà di variarla fra l'1 e l'1,5%. Nel febbraio 1967 l'esenzione è stata estesa ai prestiti accordati per periodi di oltre un anno da filiali estere di banche americane.

Essendo l'uscita di capitali a lungo termine verso l'estero già rigorosamente circoscritta nel Regno Unito, il controllo valutario nel programma adottato nel luglio 1966 si è rivolto piuttosto ad inasprire le restrizioni in vigore sui trasferi-

menti correnti. L'importo annuale di valuta consentito per le vacanze all'estero è stato ridotto a £50 per persona e il limite delle donazioni in denaro contante che i residenti britannici possono effettuare a residenti fuori dell'area della sterlina è stato diminuito in misura analoga. Contemporaneamente, il controllo sui trasferimenti all'estero eseguiti da emigranti britannici è stato reso più severo. Un mese dopo, allo scopo di ridurre la libertà del settore bancario britannico di compiere conversioni fra sterline e valute estere, sono stati ristretti i limiti individuali imposti alle posizioni aperte ed a pronti rispetto a quelle a termine degli operatori autorizzati sul mercato dei cambi. Una modificazione di tipo diverso è stata annunciata con il bilancio dell'aprile 1967: si è deciso che tutte le transazioni effettuate da non residenti su titoli in sterline dovranno essere regolati al cambio ufficiale, abolendo così il mercato per la sterlina "titoli".

Sul Continente, l'avvenimento più importante è rappresentato dalla convertibilità praticamente completa del franco francese. Dalla fine di gennaio 1967 quasi tutte le disposizioni sul controllo valutario ancora in vigore sono state abolite ed è stata ripristinata la libertà di trasferire tutti i mezzi di pagamento, titoli e oro. Questa ampia liberazione era stata preceduta, nel 1966, dalla generale autorizzazione concessa alle banche di aprire conti in valute estere per la loro clientela e dall'estensione ad un anno della durata per le operazioni a termine su valute e per i crediti in franchi francesi accordati a non residenti. Occorre tuttavia ancora il permesso per gli investimenti diretti esteri in Francia (compresi gli investimenti in titoli che hanno come conseguenza l'acquisizione del 20% di partecipazione in una società francese quotata in borsa) o per gli investimenti diretti francesi all'estero. Analogamente, è tuttora richiesta un'autorizzazione preventiva per introdurre titoli esteri sul mercato dei capitali francese e per i prestiti all'estero superiori a fr. fr. 2 milioni da parte di residenti che non siano banche.

Al di fuori dell'Europa e dell'America settentrionale, gli sviluppi valutari più importanti sono forse rappresentati dalle svalutazioni monetarie decise in India, Brasile e Argentina. Dal 6 giugno 1966 il valore di parità dichiarato per la rupia è stato ridotto di circa il 36% e, precisamente, da rupie 4,76 a rupie 7,5 = \$S.U. 1. Come parte di una più ampia riforma monetaria, dal 13 febbraio 1967 il cambio libero per il nuovo cruzeiro brasiliano (pari a 1.000 cruzeiros vecchi) è stato svalutato del 18%, cioè, da cruz. 2,22 a cruz. 2,72 = \$S.U. 1; il mese successivo, dopo una serie di svalutazioni minori, il peso argentino è stato deprezzato del 29%: da pesos 250 a pesos 350 = \$S.U. 1, cambio che si applica a tutte le operazioni.

IV. IL MERCATO DELLE EURODIVISE.

Nel 1966 il mercato delle eurodivise ha registrato i più elevati incrementi annui, tanto nelle passività quanto nelle attività. Secondo le stime, per i paesi europei dichiaranti il volume dei dollari sul mercato, al netto dei depositi interbancari, è aumentato da circa \$10 a 13 miliardi.

La principale causa di questa espansione è stata la stretta creditizia verificatasi negli Stati Uniti la quale, fra l'altro, ha dato luogo ad un pesante indebitamento in eurodollari delle banche americane. Inoltre, la domanda è stata mantenuta ad un alto livello dal più limitato accesso dell'estero al credito bancario degli Stati Uniti e dallo stato di tensione venutosi a creare sui mercati creditizi della Germania e dei Paesi Bassi. Il conseguente rafforzamento della domanda di eurodollari ha fatto aumentare sensibilmente i saggi d'interesse corrisposti sui relativi depositi e ciò ha molto favorito, a quel che risulta, l'afflusso di nuovi fondi sul mercato. In aggiunta, l'offerta di eurodollari è stata anche sostenuta dall'ulteriore incremento delle operazioni di riporto in dollari effettuate dall'Ufficio italiano dei cambi, dal fatto che i proventi delle emissioni americane sul mercato europeo dei capitali sono stati parzialmente depositati sul mercato dell'eurodollaro e dalla crisi della sterlina dell'estate 1966 che si è in parte risolta in conversioni in eurodollari di saldi detenuti a Londra in quella valuta da non residenti.

Nel 1966 le passività in dollari verso l'estero delle banche degli otto paesi europei dichiaranti sono aumentate di \$3,4 miliardi, cioè di circa il 30%, e le attività di \$4,5 miliardi, ossia di quasi il 40%. Il miglioramento di \$1,1 miliardi nella posizione attiva netta in dollari riflette essenzialmente i maggiori collocamenti negli Stati Uniti. Tale domanda di eurodollari ha indotto le banche dichiaranti a spostare le operazioni di credito al di fuori della propria area e a convertire in dollari un più cospicuo importo di altre valute. Quest'ultima osserva-

Variazioni nelle posizioni valutarie sull'estero delle banche.

Voci	Dollari			Altre valute dichiarate ¹		
	Passività	Attività	Posizione netta	Passività	Attività	Posizione netta
milioni di dollari S.U.						
Otto paesi europei dichiaranti²						
1965	+ 1.710	+ 2.590	+ 880	+ 250	+ 520	+ 270
1966	+ 3.370	+ 4.470	+ 1.100	+ 770	+ 290	- 480
Consistenza a fine 1966 ³ . . .	14.720	16.060	+ 1.340	3.590	3.850	+ 260
Canada e Giappone						
1965	- 50	- 100	- 50	+ 20	- 110	- 130
1966	- 220	+ 470	+ 690	- 80	- 30	+ 50
Consistenza a fine 1966 ³ . . .	4.700	5.760	+ 1.060	310	460	+ 150

¹ Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, franchi francesi, fiorini olandesi, lire italiane. ² Belgio-Lussemburgo, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia, Svizzera. ³ Per dati completi vedansi le tabelle alle pagine 157-62.

zione trova conferma nel fatto che la posizione netta delle banche sull'estero in valute dichiarate diverse dal dollaro ha subito un deterioramento di \$480 milioni.

Le passività e attività in queste altre valute si sono ampliate rispettivamente di \$770 e 290 milioni, cioè ad un saggio medio d'espansione considerevolmente inferiore a quello verificatosi nelle posizioni in dollari. Al pari degli anni precedenti la loro importanza relativa ha avuto quindi tendenza a diminuire. Rispetto al settembre 1963 — che rappresenta il momento dal quale cominciano ad essere disponibili dati sufficientemente completi — le posizioni globali lorde delle banche in dollari si sono più che raddoppiate, mentre quelle nelle altre valute dichiarate sono aumentate soltanto di un terzo circa. Lo sviluppo è stato, comunque, molto diverso da valuta a valuta. Infatti nel 1966 le passività dichiarate in franchi francesi sono passate da \$100 a 570 milioni, quelle in franchi svizzeri da \$930 a 1.220 milioni e quelle in marchi tedeschi da \$870 a 970 milioni; per contro, le passività in fiorini olandesi sono scese da \$170 a 70 milioni e quelle in sterline da \$730 a 710 milioni.

Le posizioni valutarie lorde sull'estero delle banche canadesi e giapponesi — che, peraltro, sono collegate soltanto entro certi limiti con l'andamento del mercato delle eurodivise — hanno registrato nel 1966, in confronto, scarse variazioni globali. Le passività in dollari si sono ridotte a \$4.700 milioni, con una diminuzione di \$220 milioni, mentre le attività hanno avuto un incremento di \$470 milioni che le ha portate a \$5.760 milioni; il saldo attivo si è quindi ampliato notevolmente da \$370 a 1.060 milioni ed ha riguardato, nella sua totalità, la posizione netta verso gli Stati Uniti, dal momento che quella verso il resto del mondo è diminuita di \$150 milioni; tale fenomeno deve mettersi in relazione con il programma di limitazione volontaria e con le altre restrizioni dei mercati del credito in atto negli Stati Uniti. Le posizioni verso l'estero delle banche giapponesi e canadesi in valute diverse dal dollaro presentano una minore importanza relativa e hanno avuto, se mai, la tendenza a diminuire.

Distribuzione geografica delle posizioni in dollari verso l'estero delle banche europee dichiaranti. Nel 1966, dei \$3.370 milioni che rappresentano l'aumento delle passività in dollari delle banche europee dichiaranti soltanto \$1.270 milioni, pari a circa il 38%, hanno riguardato la posizione verso paesi al di fuori del gruppo. I debiti verso residenti degli Stati Uniti, nonostante il programma di limitazione volontaria, sono cresciuti di \$320 milioni. Questo andamento può essere spiegato soprattutto col fatto che le società americane hanno depositato sul mercato dell'eurodollaro una parte dell'importo di \$475 milioni ricavato mediante le emissioni di titoli sul mercato europeo dei capitali.

Le passività delle banche dichiaranti verso paesi al di fuori del gruppo, esclusi gli Stati Uniti, dopo essere aumentate nel 1965 soltanto di \$160 milioni, hanno avuto lo scorso anno un'espansione di \$950 milioni. Le cause principali di questa variazione sono state i saggi d'interesse molto remunerativi offerti sul mercato dell'eurodollaro e la crisi di fiducia nella sterlina. La posizione debitoria verso gli "Altri paesi dell'Europa occidentale" ha subito un incremento di \$240 milioni e quella verso l'America latina, il Medio Oriente e "Altri paesi" di \$540 milioni.

Banche europee dichiaranti: Posizioni in dollari verso non residenti.

Posizioni	1964 dicembre	1965 dicembre	1966			
			marzo	giugno	settembre	dicembre
milioni di dollari S.U.						
Passività						
Altri paesi dell'Europa occidentale	800	850	770	870	1.020	1.090
Europa orientale	260	290	220	190	280	360
Canada	880	560	490	510	610	660
Giappone	40	50	60	60	50	50
America latina	610	720	710	740	760	840
Medio Oriente	680	850	860	960	1.090	1.000
Altri paesi	740	850	860	950	1.060	1.120
Totale	4.010	4.170	3.970	4.280	4.870	5.120
Stati Uniti	1.260	1.370	1.450	1.680	1.800	1.690
Totale fuori della propria area	5.270	5.540	5.420	5.960	6.670	6.810
Posizione nella propria area	4.370	5.810	5.060	5.550	6.400	7.910
di cui verso						
Belgio	270	340	390	450	520	640
Francia	550	840	720	880	960	1.040
Germania	140	190	250	220	340	240
Italia	620	1.240	850	880	1.300	1.510
Paesi Bassi	260	290	260	300	320	410
Regno Unito	1.180	1.050	720	940	970	1.340
Svezia	110	130	80	130	110	150
Svizzera	1.240	1.730	1.790	1.750	1.880	2.580
Totale complessivo	9.640	11.350	10.480	11.510	13.070	14.720
Attività						
Altri paesi dell'Europa occidentale	380	670	620	780	760	890
Europa orientale	460	540	580	720	690	670
Canada	420	670	490	420	360	620
Giappone	440	510	530	610	620	670
America latina	280	380	400	470	420	450
Medio Oriente	110	170	150	150	170	190
Altri paesi	120	270	310	350	390	390
Totale	2.220	3.210	3.070	3.500	3.410	3.880
Stati Uniti	2.820	3.010	3.530	3.900	4.720	5.270
Totale fuori della propria area	5.040	6.220	6.600	7.400	8.130	9.150
Posizione nella propria area	3.960	5.370	4.800	4.860	5.930	6.910
di cui verso						
Belgio	320	370	400	380	390	460
Francia	540	710	520	550	780	900
Germania	370	370	340	410	480	480
Italia	880	1.070	650	600	890	1.190
Paesi Bassi	230	370	400	470	520	570
Regno Unito	1.200	1.860	1.770	1.690	2.140	2.460
Svezia	90	160	150	180	160	180
Svizzera	330	460	570	580	570	670
Totale complessivo	9.000	11.590	11.400	12.260	14.060	16.060

Le passività delle banche verso i paesi facenti parte del gruppo dichiarante sono aumentate di \$1,4 miliardi nel 1965 e di altri \$2,1 miliardi lo scorso anno. Una parte considerevole di quest'ultimo incremento è consistita in fondi affluiti nel Regno Unito anche se destinati agli Stati Uniti. I debiti verso la Svizzera sono cresciuti di \$850 milioni e quelli verso il Belgio di \$300 milioni; la parte residua dell'incremento di \$2,1 miliardi si è ripartita in maniera molto varia.

La distribuzione geografica dell'aumento delle attività ha avuto caratteri del tutto differenti, poichè i crediti verso i paesi al di fuori del gruppo hanno coperto circa i due terzi dell'incremento totale di \$4.470 milioni. Dopo un aumento di soli \$190 milioni nel 1965, le attività verso residenti degli Stati Uniti si sono ampliate di \$2.260 milioni, ossia del 75 % e senza dubbio hanno rappresentato l'elemento più dinamico del mercato. Il grosso dell'aumento è avvenuto sotto forma di maggiore indebitamento in eurodollari delle banche degli Stati Uniti attraverso le loro filiali europee, prime fra tutte quelle di Londra. Sembra che questa attività sia proseguita fino alla metà del dicembre 1966, ma risulta aver toccato la punta massima durante il terzo trimestre, quando i crediti verso gli Stati Uniti si sono dilatati di \$820 milioni.

L'aumento delle attività delle banche verso i paesi non appartenenti al gruppo, esclusi gli Stati Uniti, è stato più contenuto: \$670 contro 990 milioni. La spiegazione di questo minore incremento può essere fornita dal fatto che nel 1965 l'attuazione negli Stati Uniti del programma di limitazione volontaria ha agito nel senso di far aumentare la necessità per questi paesi di ricorrere all'indebitamento in eurodollari, mentre nel 1966 la maggiore concorrenza da parte delle banche americane nella raccolta di fondi in eurodollari ha ristretto le possibilità di indebitamento per le altre categorie di operatori. L'espansione di \$670 milioni ha riguardato quasi tutti i paesi: solo i crediti verso il Canada sono infatti diminuiti. Le attività nei confronti di residenti giapponesi sono aumentate di \$160 milioni, cioè quasi di un terzo, in relazione con la ripresa economica di quel paese e con la minore disponibilità di credito proveniente dagli Stati Uniti.

Ragguagliandosi ad un importo di \$1.540 milioni l'aumento delle attività verso i paesi del gruppo è stato grosso modo dello stesso ordine di grandezza di quello del 1965: in particolare i crediti verso il Regno Unito sono aumentati di \$600 milioni, cioè di un terzo circa.

Per quanto riguarda la ripartizione geografica della posizione netta delle banche dichiaranti, l'incremento di \$1,1 miliardi verificatosi nel loro saldo attivo è la risultante dei crediti netti verso gli Stati Uniti, che sono aumentati di \$1.940 milioni, e delle passività nette verso altri paesi non appartenenti al gruppo e verso i paesi all'interno della propria area, che sono cresciute, rispettivamente, di \$280 e 560 milioni. La maggiore variazione nei riguardi di un paese al di fuori dell'area dichiarante, esclusi gli Stati Uniti, è rappresentata dall'incremento di \$160 milioni verificatosi nei crediti netti verso il Giappone. La posizione netta nei confronti del Canada, per contro, ha avuto una flessione di \$150 milioni, dopo essere aumentata di \$570 milioni nel 1965 in relazione con il programma di limitazione volontaria degli Stati Uniti.

All'interno dell'area dichiarante la posizione netta delle banche ha subito un peggioramento di \$640 milioni nei confronti della Svizzera, di \$210 milioni rispetto al Belgio e di \$150 milioni rispetto all'Italia. Invece la stessa posizione è migliorata di \$310 milioni verso il Regno Unito e di \$80 e 60 milioni rispettivamente verso i Paesi Bassi e la Germania. L'aumento dei crediti netti nei confronti del Regno Unito ha costituito la contropartita del forte incremento delle attività

delle banche britanniche verso gli Stati Uniti, mentre il maggiore indebitamento dei residenti olandesi e tedeschi riflette essenzialmente le ristrettezze imposte ai mercati del credito nazionali.

Dimensione netta del mercato dell'eurodollaro. Per ottenere un quadro più aderente alla realtà dell'ammontare netto del credito erogato attraverso il mercato dell'eurodollaro, è necessario tenere presenti diversi fattori nel considerare i dati esposti nella tabella a pagina 149. Da una parte, le cifre sono gonfiate dai cospicui importi che le banche si ridepositano fra loro nonchè da alcune posizioni che non hanno nulla a che fare con le transazioni del mercato dell'eurodollaro; dall'altra esse non comprendono le posizioni verso residenti e non indicano l'ammontare dei dollari ricevuti o collocati attraverso operazioni di riporto. La tabella che segue cerca di tener conto dell'incidenza di questi fattori, usando la metodologia descritta alle pagine 164-7 della trentaseiesima Relazione annuale della BRI.

Dimensione netta del mercato dell'eurodollaro (stime).

Voci	Origini			Impieghi			Netto		
	1964	1965	1966	1964	1965	1966	1964	1965	1966
dati di fine anno, in miliardi di dollari S.U.									
Fuori dell'area									
Stati Uniti . . .	0,7	0,8	1,1	1,5	1,8	4,1	+ 0,8	+ 1,0	+ 3,0
Altri paesi . . .	4,0	4,2	5,1	2,2	3,2	3,9	- 1,6	- 1,0	- 1,2
Totale . . .	4,7	5,0	6,2	3,7	5,0	8,0	- 1,0	-	+ 1,8
All'interno dell'area									
Istituti monetari ufficiali	0,8	2,2	2,8	-	-	-	- 0,8	- 2,2	- 2,8
Non residenti (escluse le banche) . . .	0,8	1,0	1,5	0,5	0,8	0,8	- 0,3	- 0,4	- 0,7
Residenti non bancari più riporti di o contro valutazionale o di paesi terzi*	1,7	1,8	2,5	3,8	4,4	4,2	+ 2,1	+ 2,6	+ 1,7
Totale . . .	3,3	5,0	6,8	4,3	5,0	5,0	+ 1,0	-	- 1,8
Dimensione totale netta del mercato . . .	8,0	10,0	13,0	8,0	10,0	13,0	-	-	-

* 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 od operazioni di fine anno (conversione temporanea di dollari nella valuta nazionale).

Queste stime fanno ritenere che la dimensione netta del mercato dell'eurodollaro sia aumentata nel 1966 da \$10 a 13 miliardi. Le passività verso gli Stati Uniti sono cresciute di \$0,3 miliardi e quelle verso gli altri paesi non appartenenti al gruppo di \$0,9 miliardi, mentre l'incremento dell'offerta di fondi dall'interno dell'area dichiarante dovrebbe essere stato di circa \$1,8 miliardi.

Le variazioni nelle posizioni verso i paesi situati al di fuori dell'area corrispondono grosso modo a quelle che risultano dai dati della tabella a pagina 149.

Per quanto riguarda l'incremento di \$1,8 miliardi nell'offerta proveniente dall'area dichiarante, sono aumentati di \$0,6 miliardi circa i fondi ricevuti dalle istituzioni monetarie ufficiali. Di questi, \$350 milioni sono da mettere in relazione con un ulteriore incremento dell'importo in dollari ottenuto dalle banche italiane attraverso rapporti con l'Ufficio italiano dei cambi e circa \$310 milioni con i collocamenti di fine anno in eurodollari della Banca nazionale svizzera. Le passività verso non residenti, escluse le banche, si sono ampliate di \$0,5 miliardi; per circa \$0,2 miliardi questa variazione sembrerebbe imputabile ad un aumento dei depositi di residenti svizzeri (escluse le banche) presso gli istituti di credito del Regno Unito, a conferma dell'attrazione esercitata dagli alti saggi d'interesse per i depositi in eurodollari. L'incremento dell'offerta di eurodollari originato dalle transazioni di residenti (escluse le banche) e dalle operazioni di riporto può essere stimato a circa \$0,7 miliardi. Il deterioramento di \$480 milioni avvenuto nella posizione netta delle banche in divise estere diverse dai dollari, indicato nella tabella a pagina 147, induce a ritenere che si sia verificata una notevole espansione nelle conversioni in dollari di altre valute. Inoltre, gli elementi disponibili fanno pensare che ci sia stato un aumento tanto nelle passività globali in dollari verso residenti (escluse le banche), quanto nelle conversioni in dollari, da parte delle banche, delle rispettive valute nazionali.

Passando a considerare gli impieghi, sembra che tutto l'incremento del credito erogato abbia avuto luogo nei confronti di paesi al di fuori del gruppo. Come è già stato indicato nelle cifre della tabella a pagina 149, i prestiti agli Stati Uniti sono aumentati di circa \$2,3 miliardi e quelli al resto del mondo (esclusa l'area dichiarante) di \$0,7 miliardi. I collocamenti all'interno dell'area non sembrano aver subito sensibili variazioni. A causa essenzialmente di un aumento di \$0,2 miliardi nei prestiti concessi dagli istituti di credito del Regno Unito a operatori non bancari della Germania, le attività nei confronti di non residenti (escluse le banche) sono passate da \$0,6 a 0,8 miliardi, ma questo incremento dovrebbe essere stato grosso modo neutralizzato dalla contrazione dei crediti ai residenti. La causa principale di questa flessione, stimata dell'ordine di \$0,2 miliardi, è stata costituita dalla riduzione dei prestiti delle banche britanniche alle autorità locali. Per contro le banche italiane hanno continuato ad effettuare riporti di dollari contro terze valute al fine di prestare queste a operatori nazionali.

Variazioni nelle posizioni valutarie sull'estero delle banche dei singoli paesi. Pari rispettivamente a \$2.330 e 2.760 milioni gli incrementi nella posizione in dollari delle banche del Regno Unito si sono uguagliati a circa il 70% dell'aumento complessivo delle passività in dollari delle banche europee dichiaranti e al 60% dell'espansione delle loro attività. Di conseguenza l'incidenza delle banche britanniche sul totale delle posizioni in essere è salita dal 42 al 48%. L'apporto predominante di queste banche all'espansione del mercato avvenuta nel 1966 si deve mettere in relazione, prima di tutto, con il forte aumento dell'indebitamento in eurodollari delle banche degli Stati Uniti che è stato realizzato essenzialmente attraverso le loro filiali di Londra. I crediti delle banche britanniche verso residenti degli Stati Uniti sono progrediti di \$1,9 miliardi e le passività verso il resto del mondo di circa lo stesso ammontare: l'incremento di queste passività ha avuto luogo per

\$650 milioni nei confronti della Svizzera. Le passività verso gli Stati Uniti sono cresciute di \$400 milioni. La riduzione di \$430 milioni nella posizione debitoria netta delle banche britanniche, che riflette l'accresciuta domanda di eurodollari da parte degli Stati Uniti, è stata favorita dai limiti massimi imposti alla concessione di credito all'interno e dal minore fabbisogno finanziario delle autorità locali del Regno Unito.

Paesi europei dichiaranti: Posizioni valutarie sull'estero delle banche.

Banche di	Passività		Attività		Posizione netta	
	Dollari	Altre valute*	Dollari	Altre valute*	Dollari	Altre valute*
	variazioni da fine 1965 a fine 1966, in milioni di dollari S.U.					
Belgio-Lussemburgo	+ 110	+ 340	+ 270	+ 60	+ 160	- 280
Francia	+ 260	+ 100	+ 640	- 40	+ 380	- 140
Germania	- 40	- 20	- 40	- 50	-	- 30
Italia	+ 220	+ 150	+ 520	+ 170	+ 300	+ 20
Paesi Bassi	+ 260	+ 140	+ 130	+ 110	- 130	- 30
Regno Unito	+ 2.330	+ 140	+ 2.760	+ 110	+ 430	- 30
Svezia	+ 40	+ 70	+ 70	+ 40	+ 30	- 30
Svizzera	+ 190	- 150	+ 120	- 110	- 70	+ 40
Variazione complessiva . . .	+ 3.370	+ 770	+ 4.470	+ 290	+ 1.100	- 480

* Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, franchi francesi, fiorini olandesi, lire italiane.

I crediti in valuta delle banche italiane verso non residenti sono aumentati di \$690 milioni, raggiungendo \$2.730 milioni, e quelli verso residenti sono cresciuti di \$160 milioni fino a toccare \$1.980 milioni. La loro posizione valutaria netta sull'estero, che già era migliorata di \$590 milioni nel 1965, ha fatto pertanto un ulteriore progresso di \$320 milioni. Nel giro di due anni, la posizione netta delle banche italiane è quindi passata da un saldo passivo di \$700 milioni ad un saldo attivo di \$210 milioni. Il miglioramento verificatosi nel 1966 trova le sue ragioni principali nel fatto che le banche italiane hanno fatto ricorso per ulteriori \$350 milioni alle speciali facilitazioni di riporto messe a loro disposizione dall'Ufficio italiano dei cambi e nella situazione di abbondanza di credito all'interno in contrasto con i crescenti saggi d'interesse sui mercati esteri.

Le condizioni creditizie interne improntate ad una relativa larghezza, e la graduale eliminazione dei controlli valutari da parte della Francia, sono state fra le cause principali dell'aumento di \$380 milioni delle attività nette in dollari delle banche francesi verso l'estero. Per circa un terzo questa variazione sembra che sia imputabile a conversioni di valute di altri paesi in dollari. I crediti nei confronti di residenti degli Stati Uniti sono passati da \$200 a 590 milioni.

L'aspetto saliente dell'andamento della posizione valutaria sull'estero delle banche del Belgio e Lussemburgo è stato un aumento di \$360 milioni nelle passività in franchi francesi e di \$270 milioni nelle attività in dollari: si calcola che circa due terzi dell'importo in franchi francesi siano stati reimpiegati all'interno in prestiti a residenti. La maggiore variazione singola nei crediti in dollari è stata l'espansione di \$90 milioni nei confronti dei Paesi Bassi. Al netto, la posizione

delle banche del Belgio e Lussemburgo è migliorata di \$160 milioni per quanto riguarda i conti in dollari ed è peggiorata di \$280 milioni in relazione alle altre valute dichiarate.

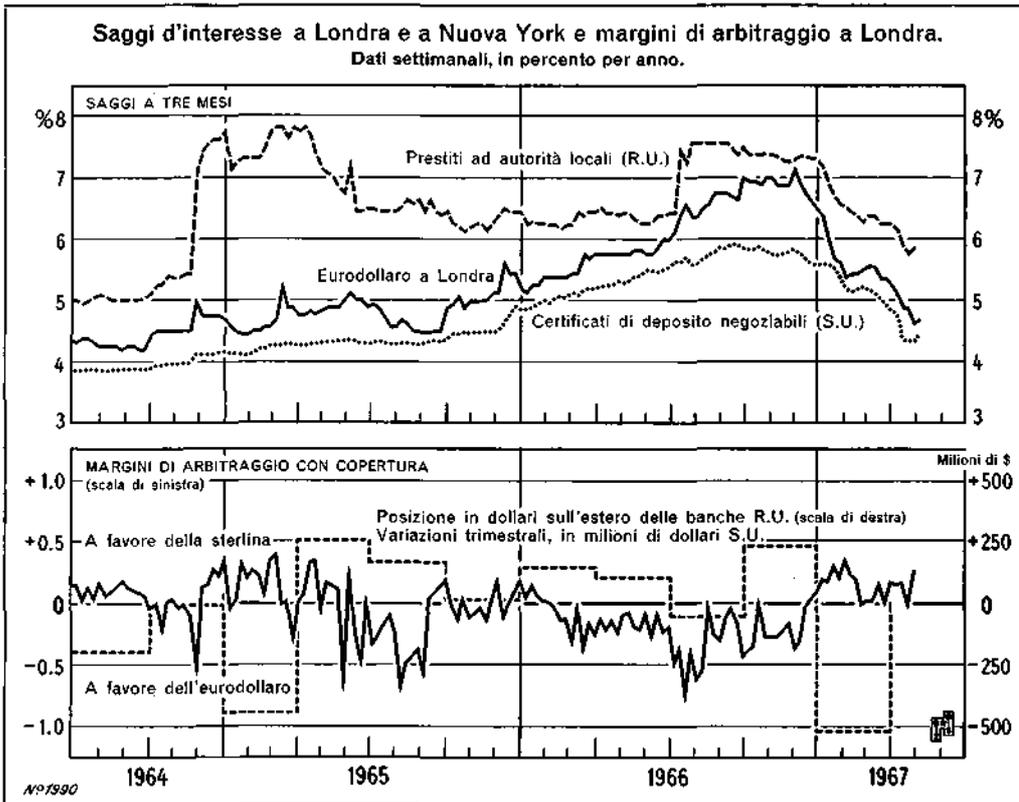
La posizione valutaria netta verso l'estero delle banche olandesi è passata da un attivo di \$80 milioni ad un passivo di pari entità; la causa principale di questo capovolgimento è stata la stretta creditizia interna. Modeste variazioni globali hanno subito infine le posizioni in valute estere delle banche della Germania, Svezia e Svizzera.

Verso la fine del 1966, alcune banche centrali sono intervenute per allentare le tensioni provenienti dalle operazioni di fine anno degli istituti di credito. Il sostegno diretto fornito al mercato dell'eurodollaro si è aggirato su \$800 milioni. La Banca nazionale svizzera ha fatto riaffluire dalle proprie banche circa \$470 milioni, di cui \$310 milioni direttamente e il rimanente tramite la BRI. Questa, a sua volta, ha collocato sul mercato dell'eurodollaro altri \$275 milioni. La BRI si è procurata tale importo per \$200 milioni utilizzando l'impegno di riporto in essere con la Riserva federale degli Stati Uniti e per la rimanenza operando un prelievo dalle proprie risorse. La Nederlandsche Bank ha depositato dollari presso le banche commerciali olandesi attraverso operazioni di riporto, mentre la Bundesbank e la Banca d'Italia hanno adottato provvedimenti per limitare i rimpatri di fondi di fine anno da parte delle banche dei loro paesi.

* * *

Andamento dei saggi d'interesse. Nel 1966 le restrizioni introdotte in alcuni dei principali mercati creditizi nazionali e il conseguente rafforzamento della domanda di prestiti in eurodollari hanno provocato un cospicuo aumento dei relativi saggi d'interesse. La remunerazione dei depositi a tre mesi sul mercato di Londra, che già aveva denunciato una forte tendenza al rialzo nell'ultimo trimestre del 1965, ha proseguito il movimento ascendente per tutti i primi nove mesi del 1966 e all'inizio di settembre ha raggiunto il 6,75 %, superando di 2,25 punti il livello di un anno prima. In ottobre, la consueta tensione stagionale ha spinto il saggio d'interesse fino al 7 % e ad un certo momento, ai primi di dicembre, esso ha guadagnato perfino un altro ottavo di punto. Questo massimo stagionale ha coinciso, comunque, con la svolta della situazione creditizia internazionale e subito dopo infatti è seguita una decisa flessione che all'inizio di febbraio ha fatto scendere il saggio d'interesse a tre mesi al disotto del 5,5 %. Dopo una breve pausa, il movimento discendente è ripreso in marzo e alla fine di aprile il saggio era caduto al disotto del 4,625 %. In maggio si è avuta una ripresa e alla fine del mese il saggio ha raggiunto il 5,125 %.

Il rendimento dei certificati di deposito negoziabili degli Stati Uniti, che sotto certi aspetti fanno concorrenza ai depositi in eurodollari, è pure aumentato, ma non quanto gli interessi su questi ultimi. Di conseguenza lo scarto fra i due saggi si è dilatato rispetto alla sua media precedente di circa $\frac{3}{8}$ di punto



ed ha toccato l'ampiezza di punti $1\frac{1}{8}$ durante il quarto trimestre del 1966. Questo margine relativamente elevato in favore dei depositi in eurodollari è stato una delle principali ragioni che hanno indotto nel 1966 le società degli Stati Uniti a impiegare sul mercato dell'eurodollaro una parte maggiore dei proventi delle loro euroemissioni di obbligazioni. Nello stesso tempo però i saggi molto più elevati sui depositi in eurodollari non hanno scoraggiato le banche degli Stati Uniti dall'indebitarsi sul mercato dell'eurodollaro attraverso le loro filiali europee. Ciò si spiega con il fatto che la remunerazione dei certificati di deposito, tenuta artificialmente bassa dalla Disposizione Q, non riflette in pieno la reale scarsità di credito degli Stati Uniti; inoltre i depositi che le banche americane ricevono tramite le loro filiali estere non sono soggetti alle disposizioni sulle riserve obbligatorie e quindi sono meno onerosi di quanto non appaia dal loro saggio nominale.

Con la flessione dei saggi d'interesse sugli eurodollari la differenza in più da essi rappresentata rispetto al rendimento dei certificati di deposito ha avuto la tendenza ad attenuarsi. Alla fine dell'aprile 1967 è scesa a un quarto di punto, ma durante maggio si è ampliata fino a mezzo punto.

L'ascesa del saggio degli eurodollari nel 1966 ha interessato anche i margini di arbitraggio sugli interessi nelle operazioni con copertura fra i depositi in eurodollari e i depositi delle autorità locali del Regno Unito. Eccettuato il mese di gennaio e la seconda metà di dicembre, questo margine è stato per tutto il 1966 in favore degli eurodollari e quindi ha agito nel senso di scoraggiare le banche del

Regno Unito dal convertire gli eurodollari in sterline. Questa è senza dubbio la ragione principale che sta all'origine del miglioramento di \$430 milioni verificatosi nella posizione netta in dollari sull'estero delle banche britanniche. Nel terzo trimestre, tuttavia, allorquando i margini di arbitraggio sugli interessi nelle operazioni con copertura in favore dei depositi in eurodollari, a causa dell'indebolimento della sterlina a termine, hanno raggiunto l'ampiezza massima, le passività nette in dollari di queste banche si sono ampliate. La spiegazione di questa situazione, che può apparire paradossale, è data dal riacutizzarsi della crisi della sterlina che ha provocato cospicue conversioni in eurodollari di saldi esteri in sterline detenuti a Londra. Anche se le attività in dollari sull'estero delle banche britanniche si sono ampliate di \$760 milioni, questo incremento non è stato sufficiente a compensare l'espansione di \$810 milioni nelle passività della stessa natura. Dal quarto trimestre, comunque, le banche del Regno Unito hanno ripreso in mano la situazione; le loro attività hanno registrato un aumento eccezionale di \$930 milioni, tanto da far migliorare di \$230 milioni la loro posizione netta.

La forte contrazione dei saggi d'interesse sugli eurodollari, a partire dalla seconda metà di dicembre, ha portato i margini di arbitraggio sugli interessi nelle operazioni con copertura di nuovo in favore dei depositi delle autorità locali del Regno Unito. Nel primo trimestre del 1967 le passività nette in dollari delle banche britanniche sono aumentate di \$520 milioni, compensando quindi la flessione avvenuta nel 1966.

* * *

Non sono ancora disponibili i dati completi delle variazioni nelle posizioni in eurodollari delle banche relativi al primo trimestre del 1967. Ciò nonostante pochi dubbi possono sussistere sul fatto che la liquidazione delle operazioni di fine anno abbia provocato la contrazione del volume del credito in essere. Pre-scindendo da questo fenomeno stagionale, l'andamento del mercato dell'eurodollaro è stato dominato dalle condizioni monetarie improntate a maggiore larghezza che hanno prevalso negli Stati Uniti e in Germania. Il credito più abbondante negli Stati Uniti ha fatto sì che le banche americane riducessero il loro indebitamento sul mercato dell'eurodollaro; di conseguenza i crediti delle banche del Regno Unito verso gli Stati Uniti, dopo essere aumentati di \$1.880 milioni nel corso del 1966, hanno avuto una flessione di \$230 milioni. Il ritorno della Germania ad una politica di denaro facile ha avuto i suoi effetti principali sul lato dell'offerta che affluisce sul mercato dell'eurodollaro, pur avendo dato luogo anche ad una certa contrazione della domanda proveniente da residenti tedeschi. Le attività in dollari sull'estero delle banche della Germania si sono incrementate di \$360 milioni, raggiungendo \$760 milioni: per circa \$240 milioni questo aumento ha riguardato il Regno Unito e per altri \$100 milioni la Francia. Le attività verso gli Stati Uniti sono invece diminuite leggermente. La mutata relazione fra offerta e domanda di eurodollari, che già era percettibile in dicembre, si è riflessa in un sensibile miglioramento nelle condizioni del mercato; tale miglioramento è continuato fino a maggio quando i saggi d'interesse hanno cominciato di nuovo a rafforzarsi.

**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 ¹		Totale		
		Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Netto
milioni di dollari S.U.								
Belgio- Lussemburgo . . .	1963 Settembre	360	260	280	230	640	490	— 150
	1964 Marzo	380	310	370	210	750	520	— 230
	Settembre	290	310	540	270	830	580	— 250
	Dicembre	420	360	520	320	940	680	— 260
	1965 Marzo	400	440	570	280	970	720	— 250
	Giugno	400	440	680	360	1.080	800	— 280
	Settembre	480	460	630	330	1.110	790	— 320
	Dicembre	560	470	600	380	1.160	850	— 310
	1966 Marzo	560	530	770	490	1.330	1.020	— 310
	Giugno	530	520	790	470	1.320	990	— 330
	Settembre	570	590	810	410	1.380	1.000	— 380
	Dicembre	670	740	940	440	1.610	1.180	— 430
Francia ²	1963 Settembre	650	670	630	660	1.280	1.330	50
	1964 Marzo	610	710	590	560	1.200	1.270	70
	Settembre	620	720	540	560	1.160	1.280	120
	Dicembre	810	860	560	660	1.370	1.520	150
	1965 Marzo	730	890	560	590	1.280	1.480	200
	Giugno	770	830	550	700	1.320	1.530	210
	Settembre	920	960	510	680	1.430	1.660	230
	Dicembre	1.070	1.220	530	640	1.600	1.860	260
	1966 Marzo	770	1.160	750	740	1.520	1.900	380
	Giugno	810	1.280	710	650	1.520	1.930	410
	Settembre	1.100	1.570	710	610	1.810	2.180	370
	Dicembre	1.330	1.860	630	600	1.960	2.460	500
Germania	1963 Settembre	270	510	100	170	370	680	310
	1964 Marzo	220	510	110	130	330	640	310
	Settembre	290	420	80	150	370	570	200
	Dicembre	440	440	80	120	520	560	40
	1965 Marzo	230	510	60	120	290	630	340
	Giugno	250	460	70	120	320	580	260
	Settembre	270	400	70	120	340	520	180
	Dicembre	370	440	70	170	440	610	170
	1966 Marzo	290	440	50	100	340	540	200
	Giugno	300	470	50	110	350	580	230
	Settembre	330	660	60	100	390	760	370
	Dicembre	330	400	50	120	380	520	140
Italia	1963 Settembre	1.540	950	750	410	2.290	1.360	— 930
	1964 Marzo	1.240	780	580	300	1.820	1.080	— 740
	Settembre	1.250	810	360	270	1.610	1.080	— 530
	Dicembre	1.530	870	360	320	1.890	1.190	— 700
	1965 Marzo	1.340	800	450	260	1.790	1.060	— 730
	Giugno	1.280	900	460	320	1.740	1.220	— 520
	Settembre	1.230	1.340	460	380	1.690	1.720	30
	Dicembre	1.710	1.570	440	470	2.150	2.040	— 110
	1966 Marzo	1.220	1.280	500	560	1.720	1.840	120
	Giugno	1.230	1.330	460	480	1.690	1.810	120
	Settembre	1.630	1.880	490	630	2.120	2.510	390
	Dicembre	1.930	2.090	590	640	2.520	2.730	210

¹ Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. ² Soltanto verso le banche.

**Banche commerciali di dieci paesi: Passività e attività a breve
in alcune valute estere verso non residenti (continuazione).**

Paesi	Fine mese	Dollari S.U.		Altre valute ¹		Totale		
		Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Netto
		milioni di dollari S.U.						
Paesi Bassi	1963 Settembre	270	360	100 ²	280 ²	370	640	270
	1964 Marzo	280	330	80 ²	220 ²	360	550	190
	Settembre	310	280	150 ²	260 ²	460	540	80
	Dicembre	360	390	150 ²	290 ²	510	680	170
	1965 Marzo	360	420	150 ²	300 ²	510	720	210
	Giugno	400	380	180 ²	340 ²	580	720	140
	Settembre	400	360	200 ²	400 ²	600	760	160
	Dicembre	530	420	210 ²	400 ²	740	820	80
	1966 Marzo	570	360	290 ²	500 ²	860	960	—
	Giugno	650	450	310 ²	520 ²	960	970	10
	Settembre	670	440	310 ²	450 ²	980	890	— 90
	Dicembre	790	550	350 ²	510 ²	1.140	1.060	— 80
Regno Unito	1963 Settembre	3.160	2.970	490	510	3.650	3.480	— 170
	1964 Marzo	3.100	2.810	490	540	3.590	3.350	— 240
	Settembre	3.890	3.190	490	640	4.380	3.830	— 550
	Dicembre	4.380	3.670	520	660	4.900	4.330	— 570
	1965 Marzo	4.560	3.410	550	720	5.110	4.130	— 980
	Giugno	4.410	3.820	480	690	4.890	4.210	— 680
	Settembre	4.750	4.000	510	740	5.260	4.740	— 520
	Dicembre	5.260	4.550	540	790	5.800	5.340	— 460
	1966 Marzo	5.440	4.880	620	850	6.060	6.730	— 330
	Giugno	6.080	5.620	640	900	6.720	6.520	— 200
	Settembre	6.890	6.380	640	930	7.530	7.310	— 220
	Dicembre	7.590	7.310	680	900	8.270	8.210	— 60
Svezia	1963 Settembre	80	150	40	100	120	250	130
	1964 Marzo	80	180	50	140	130	320	190
	Settembre	110	200	80	170	190	370	180
	Dicembre	110	230	50	110	160	340	180
	1965 Marzo	130	180	70	110	200	290	90
	Giugno	150	220	100	130	250	350	100
	Settembre	130	220	100	130	230	350	120
	Dicembre	150	260	70	160	220	420	200
	1966 Marzo	140	230	100	150	240	380	140
	Giugno	150	220	100	160	250	380	130
	Settembre	150	230	100	170	250	400	150
	Dicembre	190	330	140	200	330	530	200
Svizzera ³	1963 Settembre	1.060	1.660	290 ⁴	500 ⁴	1.350 ⁴	2.160 ⁴	810 ⁴
	1964 Marzo	1.220	1.960	300 ⁴	500 ⁴	1.520 ⁴	2.460 ⁴	940 ⁴
	Settembre	1.370	2.110	360	560	1.730	2.670	940
	Dicembre	1.590	2.180	330	560	1.920	2.740	820
	1965 Marzo	1.450	2.270	340	510	1.790	2.780	990
	Giugno	1.480	2.360	330	520	1.810	2.880	1.070
	Settembre	1.580	2.380	320	440	1.900	2.820	920
	Dicembre	1.700	2.660	360	550	2.060	3.210	1.150
	1966 Marzo	1.490	2.520	360	560	1.850	3.080	1.230
	Giugno	1.760	2.370	260	550	2.020	2.920	900
	Settembre	1.730	2.310	210	470	1.940	2.780	840
	Dicembre	1.890	2.780	210	440	2.100	3.220	1.120

¹ Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. ² Soltanto sterline, franchi svizzeri e marchi tedeschi. ³ Compresa le attività in eurodivise della BRI. ⁴ Stime.

**Banche commerciali di dieci paesi: Passività e attività a breve
in alcune valute estere verso non residenti (continuazione).**

Paesi	Fine mese	Dollari S.U.		Altre valute ¹		Totale			
		Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Netto	
milioni di dollari S.U.									
Totale parziale per otto paesi europei	1963 Settembre	7.390	7.530	2.660 ²	2.860 ²	10.070 ²	10.390 ²	320 ²	
	1964	Marzo	7.130	7.590	2.570 ²	2.600 ²	9.700 ²	10.190 ²	490 ²
		Settembre	8.130	8.040	2.600	2.880	10.730	10.920	190
		Dicembre	9.640	9.000	2.570	3.040	12.210	12.040	- 170
	1965	Marzo	9.200	8.920	2.740	2.890	11.940	11.810	- 130
		Giugno	9.140	9.110	2.850	3.180	11.990	12.290	300
		Settembre	9.760	10.140	2.900	3.220	12.560	13.360	800
		Dicembre	11.350	11.590	2.820	3.560	14.170	15.150	980
	1966	Marzo	10.480	11.400	3.440	3.950	13.920	15.350	1.430
		Giugno	11.510	12.260	3.320	3.840	14.830	16.100	1.270
		Settembre	13.070	14.060	3.330	3.770	16.400	17.830	1.430
		Dicembre	14.720	16.060	3.590	3.850	18.310	19.910	1.600
Canada	1963 Settembre	2.350	2.790	20 ³	130 ³	2.370	2.920	550	
	1964	Marzo	2.170	2.360	10 ³	170 ³	2.180	2.530	350
		Settembre	2.440	2.780	40 ³	230 ³	2.480	3.010	530
		Dicembre	2.590	3.180	20 ³	200 ³	2.610	3.380	770
	1965	Marzo	2.370	2.770	30 ³	190 ³	2.400	2.960	560
		Giugno	2.220	2.440	30 ³	150 ³	2.250	2.590	340
		Settembre	2.470	2.740	30 ³	120 ³	2.500	2.860	360
		Dicembre	2.370	2.670	30 ³	110 ³	2.400	2.780	380
	1966	Marzo	2.040	2.440	30 ³	120 ³	2.070	2.560	490
		Giugno	1.960	2.360	10 ³	90 ³	1.970	2.450	480
		Settembre	1.830	2.490	10 ³	80 ³	1.840	2.570	730
		Dicembre	2.150	2.890	10 ³	80 ³	2.160	2.970	810
Giappone	1963 Settembre	1.820	1.660	370	230	2.190	1.890	- 300	
	1964	Marzo	2.110	1.780	330	300	2.440	2.080	- 360
		Settembre	2.230	2.020	390	380	2.620	2.400	- 220
		Dicembre	2.380	2.210	350	400	2.730	2.610	- 120
	1965	Marzo	2.500	2.290	370	400	2.870	2.690	- 180
		Giugno	2.540	2.470	380	370	2.920	2.840	- 80
		Settembre	2.480	2.600	370	360	2.830	2.960	130
		Dicembre	2.550	2.620	360	380	2.910	3.000	90
	1966	Marzo	2.570	2.600	340	340	2.910	2.940	30
		Giugno	2.590	2.640	350	330	2.940	2.970	30
		Settembre	2.460	2.840	340	350	2.800	3.190	390
		Dicembre	2.550	2.870	300	380	2.850	3.250	400
Totale complessivo	1963 Settembre	11.560	11.980	3.070 ²	3.220 ²	14.630 ²	15.200 ²	570 ²	
	1964	Marzo	11.410	11.730	2.910 ³	3.070 ²	14.320 ²	14.800 ²	480 ²
		Settembre	12.800	12.840	3.030	3.490	15.830	16.330	500
		Dicembre	14.610	14.390	2.940	3.640	17.550	18.030	480
	1965	Marzo	14.070	13.980	3.140	3.480	17.210	17.460	250
		Giugno	13.900	14.020	3.260	3.700	17.160	17.720	560
		Settembre	14.690	15.480	3.200	3.700	17.890	19.180	1.290
		Dicembre	16.270	16.680	3.210	4.050	19.480	20.930	1.450
	1966	Marzo	15.090	16.440	3.810	4.410	18.900	20.850	1.950
		Giugno	16.060	17.260	3.680	4.260	19.740	21.520	1.780
		Settembre	17.360	19.390	3.680	4.200	21.040	23.590	2.550
		Dicembre	19.420	21.820	3.900	4.310	23.320	26.130	2.810

¹ Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. ² Stime. ³ Tutte le altre valute, ma principalmente sterline.

**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 ¹		Totale		
		Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Netto
milioni di dollari S.U.								
Belgio- Lussemburgo . . .	1963 Settembre	280 ²	190 ²	.	.	.	.	.
	1964 Marzo	290 ²	220 ²	.	.	.	.	.
	Settembre	220 ²	230 ²	.	.	.	.	.
	Dicembre	330	260	380	60	710	320	— 390
	1965 Marzo	350	310	300	60	650	370	— 280
	Giugno	330	290	400	70	730	360	— 370
	Settembre	420	280	400	60	820	340	— 480
	Dicembre	460	350	410	100	870	450	— 420
	1966 Marzo	480	420	460	110	920	530	— 390
	Giugno	410	360	490	110	900	470	— 430
	Settembre	470	430	560	120	1.030	550	— 480
	Dicembre	560	560	620	110	1.180	670	— 510
Francia ³	1963 Settembre	600	550	350	380	950	930	— 20
	1964 Marzo	590	540	350	320	940	860	— 80
	Settembre	590	530	310	330	900	860	— 40
	Dicembre	730	660	400	340	1.130	1.000	— 130
	1965 Marzo	660	660	330	350	990	1.010	20
	Giugno	650	620	310	360	960	980	20
	Settembre	760	740	340	360	1.100	1.100	—
	Dicembre	940	1.010	360	370	1.300	1.380	80
	1966 Marzo	680	910	430	410	1.110	1.320	210
	Giugno	680	1.050	420	360	1.100	1.410	310
	Settembre	940	1.150	450	380	1.390	1.530	140
	Dicembre	1.230	1.270	430	360	1.660	1.630	— 30
Germania	1963 Settembre	220	300	50	20	270	320	50
	1964 Marzo	190	290	50	20	240	310	70
	Settembre	260	190	50	20	310	210	— 100
	Dicembre	390	160	40	10	430	170	— 260
	1965 Marzo	190	160	20	20	210	180	— 30
	Giugno	200	190	30	10	230	200	— 30
	Settembre	220	190	30	10	250	200	— 50
	Dicembre	310	230	30	10	340	240	— 100
	1966 Marzo	240	290	20	10	260	300	40
	Giugno	260	310	20	10	280	320	40
	Settembre	290	470	20	10	310	480	170
	Dicembre	280	260	20	10	280	270	— 10
Italia	1963 Settembre	1.420	570	440	230	1.860	800	—1.060
	1964 Marzo	1.060	450	330	140	1.390	590	— 800
	Settembre	1.010	460	200	120	1.210	580	— 630
	Dicembre	1.250	600	210	150	1.460	750	— 710
	1965 Marzo	1.030	640	250	110	1.280	750	— 530
	Giugno	990	760	260	160	1.250	920	— 330
	Settembre	940	1.200	260	190	1.200	1.390	190
	Dicembre	1.420	1.370	250	200	1.670	1.570	— 100
	1966 Marzo	960	1.110	280	270	1.240	1.380	140
	Giugno	980	1.140	260	280	1.240	1.420	180
	Settembre	1.380	1.670	340	310	1.720	1.980	260
	Dicembre	1.700	1.870	390	390	2.090	2.260	170

¹ Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire Italiane. ² Stime. ³ Sol-tanto verso le banche.

**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 (continuazione).**

Paesi	Fine mese	Dollari S.U.		Altre valute ¹		Totale		
		Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Netto
milioni di dollari S.U.								
Paesi Bassi	1963 Settembre	230	250	40 ²	50 ²	270	300	30
	1964 Marzo	240	230	40 ²	40 ²	280	270	— 10
	Settembre	270	190	60 ²	50 ²	330	240	— 90
	Dicembre	320	300	100 ²	100 ²	420	400	— 20
	1965 Marzo	300	340	100 ²	110 ²	400	450	50
	Giugno	360	300	100 ²	120 ²	460	420	— 40
	Settembre	370	270	130 ²	110 ²	500	380	— 120
	Dicembre	470	340	140 ²	90 ²	610	430	— 180
	1966 Marzo	480	280	190 ²	140 ²	670	420	— 250
	Giugno	570	350	190 ²	150 ²	760	500	— 260
	Settembre	600	350	190 ²	160 ²	790	510	— 280
	Dicembre	720	470	220 ²	170 ²	940	640	— 300
Regno Unito	1963 Settembre	2.800	1.970	.	.	.	.	.
	1964 Marzo	2.780	1.740	.	.	.	.	.
	Settembre	3.400	2.010	.	.	.	.	.
	Dicembre	3.840	2.460	.	.	.	.	.
	1965 Marzo	4.060	1.950	.	.	.	.	.
	Giugno	3.910	2.090	.	.	.	.	.
	Settembre	4.230	2.320	.	.	.	.	.
	Dicembre	4.710	2.950	.	.	.	.	.
	1966 Marzo	4.770	2.660	.	.	.	.	.
	Giugno	5.210	3.150	.	.	.	.	.
	Settembre	5.890	3.280	.	.	.	.	.
	Dicembre	6.640	3.830	.	.	.	.	.
Svezia	1963 Settembre	70	100	10	20	80	120	40
	1964 Marzo	70	90	10	30	80	120	40
	Settembre	80	120	10	30	90	150	60
	Dicembre	80	140	30	20	110	160	50
	1965 Marzo	90	110	40	30	130	140	10
	Giugno	110	140	50	40	160	180	20
	Settembre	110	120	50	40	160	160	—
	Dicembre	120	170	50	40	170	210	40
	1966 Marzo	120	130	50	30	170	160	— 10
	Giugno	120	140	50	30	170	170	—
	Settembre	130	170	60	30	190	200	10
	Dicembre	160	240	60	50	220	290	70
Svizzera ³	1963 Settembre	920	1.330	.	.	.	.	.
	1964 Marzo	1.060	1.530	.	.	.	.	.
	Settembre	1.210	1.710	200	90	1.410	1.800	390
	Dicembre	1.440	1.610	180	120	1.620	1.730	110
	1965 Marzo	1.290	1.800	150	70	1.440	1.870	430
	Giugno	1.310	1.850	140	80	1.450	1.930	480
	Settembre	1.420	1.840	160	110	1.580	1.950	370
	Dicembre	1.550	2.160	170	90	1.720	2.250	530
	1966 Marzo	1.320	2.070	160	110	1.480	2.180	700
	Giugno	1.590	1.850	170	150	1.760	2.000	240
	Settembre	1.570	1.830	120	130	1.690	1.960	270
	Dicembre	1.750	2.300	130	140	1.880	2.440	560

¹ Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. ² Soltanto sterline, franchi svizzeri e marchi tedeschi. ³ 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 (continuazione).**

Paesi	Fine mese	Dollari S.U.		Altre valute ¹		Totale		
		Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Netto
milioni di dollari S.U.								
Totale parziale per otto paesi europei	1963 Settembre	6.540 ²	5.260 ²	.	.	.	.	.
	1964 Marzo	6.280 ²	5.090 ²	.	.	.	.	.
	Settembre	7.040 ²	5.440 ²	.	.	.	.	.
	Dicembre	8.380	6.190	.	.	.	.	.
	1965 Marzo	7.970	5.970	.	.	.	.	.
	Giugno	7.860	6.240	.	.	.	.	.
	Settembre	8.470	6.960	.	.	.	.	.
	Dicembre	9.980	8.580	.	.	.	.	.
	1966 Marzo	9.030	7.870	.	.	.	.	.
	Giugno	9.820	8.350	.	.	.	.	.
	Settembre	11.270	9.350	.	.	.	.	.
	Dicembre	13.020	10.800	.	.	.	.	.
Canada	1963 Settembre	890	760	10 ³	40 ³	900	800	- 100
	1964 Marzo	860	620	10 ³	30 ³	870	650	- 220
	Settembre	860	890	10 ³	40 ³	870	930	60
	Dicembre	910	1.210	20 ³	30 ³	930	1.240	310
	1965 Marzo	1.010	1.010	30 ³	30 ³	1.040	1.040	—
	Giugno	1.110	760	20 ³	30 ³	1.130	790	- 340
	Settembre	1.380	810	20 ³	30 ³	1.400	840	- 560
	Dicembre	1.390	900	30 ³	40 ³	1.420	940	- 480
	1966 Marzo	1.190	840	30 ³	40 ³	1.220	880	- 340
	Giugno	1.180	630	10 ³	40 ³	1.190	870	- 320
	Settembre	1.120	800	— ³	40 ³	1.120	840	- 280
	Dicembre	1.450	930	— ³	40 ³	1.450	970	- 480
Giappone	1963 Settembre	300	300	.	.	.	.	.
	1964 Marzo	250	340	.	.	.	.	.
	Settembre	330	510	100	240	430	750	320
	Dicembre	350	550	100	260	450	810	360
	1965 Marzo	380	550	100	230	480	780	300
	Giugno	360	570	120	220	480	790	310
	Settembre	380	690	120	220	500	910	410
	Dicembre	390	690	100	230	490	920	430
	1966 Marzo	430	680	100	210	530	890	360
	Giugno	480	720	80	190	560	910	350
	Settembre	560	780	70	210	630	990	360
	Dicembre	610	790	70	230	680	1.020	340
Totale complessivo	1963 Settembre	7.730 ²	6.320 ²	.	.	.	.	.
	1964 Marzo	7.390 ²	6.050 ²	.	.	.	.	.
	Settembre	8.230 ²	6.840 ²	.	.	.	.	.
	Dicembre	9.640	7.950	.	.	.	.	.
	1965 Marzo	9.360	7.530	.	.	.	.	.
	Giugno	9.330	7.570	.	.	.	.	.
	Settembre	10.230	8.460	.	.	.	.	.
	Dicembre	11.760	10.170	.	.	.	.	.
	1966 Marzo	10.650	9.390	.	.	.	.	.
	Giugno	11.480	9.900	.	.	.	.	.
	Settembre	12.950	10.930	.	.	.	.	.
	Dicembre	15.080	12.520	.	.	.	.	.

¹ Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. ² Stime. ³ Tutte le altre valute, ma principalmente sterline.

V. L'ACCORDO MONETARIO EUROPEO.

L'Accordo monetario europeo (EMA), che entrò in vigore il 27 dicembre 1958, costituisce uno strumento per la cooperazione fra le autorità monetarie delle Parti Contraenti e persegue in generale l'obiettivo di promuovere il multilateralismo nel commercio internazionale e la convertibilità delle valute. Esso presenta due caratteristiche principali: il Fondo europeo, dal quale i paesi partecipanti possono ricevere assistenza finanziaria a breve o medio termine per superare difficoltà create nelle bilance dei pagamenti e il Sistema multilaterale di regolamenti, con il quale alla banca centrale di ciascun paese partecipante viene assicurato, ad un cambio noto in anticipo, il regolamento in dollari dei saldi detenuti in valute di altri paesi membri. L'Accordo funziona mediante il Consiglio dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (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.

Modificazione dell'Accordo.

In seguito ad una completa revisione, effettuata nel 1965, l'Accordo è stato prorogato per un periodo di tre anni, cioè fino al 31 dicembre 1968. Tale revisione ha comportato numerosi emendamenti dell'Accordo, che sono stati descritti nella Relazione annuale dello scorso anno, fra i quali figura una disposizione che consente di snellire, se necessario, la procedura relativa alla concessione di crediti da parte del Fondo europeo; in virtù di essa è demandato al Comitato di Direzione il potere di accordare crediti fino all'importo di \$50 milioni* in ciascun caso e per periodi non superiori ad un anno.

Soprattutto in considerazione di questa nuova facilitazione è opportuno che il Fondo europeo possa prontamente disporre di fondi addizionali, quando le risorse liquide esistenti risultino temporaneamente insufficienti per poter soddisfare un prelievo da un credito concesso dal Comitato di Direzione. Tali fondi vengono normalmente raccolti diramando a tutte le Parti Contraenti un invito a pagare contribuzioni sul capitale non versato, nonchè effettuando prelievi dai fondi trasferiti dall'Unione europea dei pagamenti (UEP). Un nuovo metodo di finanziamento è stato introdotto nel 1960, quando gli articoli dell'Accordo furono modificati, allo scopo di consentire al Fondo europeo di ricevere crediti speciali dalle Parti Contraenti. In pratica, non è stato necessario raccogliere fondi addizionali facendo ricorso a quest'ultimo sistema, ma più recentemente è stata espressa l'opinione che, in caso di necessità, tale metodo potrebbe richiedere negoziati di lunga durata. Nel maggio 1967 il Comitato di Direzione ha pertanto proposto al Consiglio che sia ulteriormente modificato per consentire al Fondo europeo di ottenere crediti a breve da istituzioni finanziarie internazionali situate nel paese

* 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 S.U., oro, od unità di conto AME.

di una Parte Contraente. E' stato inoltre proposto che sia demandata al Comitato di Direzione la facoltà di procurarsi tali crediti, fino ad un importo globale di \$50 milioni e per un periodo non superiore ad un anno. Su richiesta del Segretario Generale dell'OCSE, la Banca dei Regolamenti Internazionali si è dichiarata, in linea di principio, disposta a cooperare a tali finanziamenti, purchè venga raggiunto un accordo su ogni singolo caso. Alla fine di maggio 1967 tali proposte si trovavano ancora all'esame del Consiglio.

Operazioni in base all'Accordo.

Fondo europeo. I crediti concessi dal Fondo, in essere dall'aprile 1966 al marzo 1967, nonchè il saggio d'interesse praticato sugli importi prelevati e la commissione per il servizio sugli importi non prelevati sono riportati nella tabella che segue. Durante il periodo sotto rassegna non sono stati concessi nuovi crediti.

AME: Crediti concessi dal Fondo europeo nell'esercizio chiuso a fine marzo 1967.

Crediti	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 1966	10,0	Dal 15 marzo 1963 alle date indicate sotto*	3,50	0,25
Turchia (4° credito; saldo) . . .	15,0	Dal 30 giugno 1963 alle date indicate sotto*		
Crediti disponibili al 31 marzo 1967	20,0	Dal 31 marzo 1965 alle date indicate sotto*	3,75	0,25
	25,0	Dal 30 luglio 1965 alle date indicate sotto*		
Turchia (6° credito)	5,0	Dal 29 ottobre 1965 alle date indicate sotto*		
	15,0	Dal 15 marzo 1966 alle date indicate sotto*		
	5,0	Dal 31 ottobre 1966 alle date indicate sotto*	3,875	0,25
Grecia	30,0	Dall' 8 febbraio 1966 alle date indicate sotto*		

* Il saldo del quarto credito alla Turchia era rimborsabile nella misura e alle date seguenti: 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 1966; 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.

A fine marzo 1966, la consistenza dei crediti ammontava a \$120 milioni. Di questo importo, \$90 milioni costituivano il saldo del quarto credito concesso alla Turchia e le prime quattro "tranches" del sesto credito accordato allo stesso paese. La rimanenza di \$30 milioni rappresentava il credito concesso alla Grecia nel febbraio 1966 e interamente prelevato dal 9 marzo 1966.

Con decorrenza dal 31 ottobre 1966, il Comitato di Direzione ha reso disponibile l'ultima "tranche", di \$5 milioni, del sesto credito accordato alla Turchia.

Questo importo è stato prontamente prelevato e utilizzato per rimborsare una parte della terza rata, di \$15 milioni, del quarto credito, che scadeva alla stessa data. Il 15 marzo 1967 la Turchia ha rimborsato in contanti l'ultima "tranche" (\$10 milioni) del quarto credito. A fine marzo 1967, tali operazioni hanno ridotto l'indebitamento della Turchia verso il Fondo europeo, a titolo di crediti ricevuti, a \$70 milioni e la consistenza dei crediti in essere a \$100 milioni.

Siccome per il 1967 è previsto un saldo passivo della bilancia dei pagamenti della Turchia e dato il livello estremamente basso delle riserve monetarie ufficiali di questo paese, il Consiglio dell'OCSE ha deciso, in data 23 maggio 1967, di concedere un nuovo credito di \$25 milioni alla Turchia, con decorrenza dal 1° giugno 1967. Le condizioni che regolano il rimborso di questo credito sono molto simili a quelle accordate alla Grecia nel febbraio 1966. Un importo di \$5 milioni dovrà essere rimborsato alla fine del terzo anno, un'ulteriore quota di \$5 milioni alla fine del quarto anno, e il saldo, di \$15 milioni, alla fine del quinto anno. Queste condizioni rappresentano la durata massima alla quale è consentito concedere crediti in base all'Accordo.

La tabella sull'utilizzo dei crediti concessi riporta la posizione dopo le operazioni di regolamento (il quinto giorno feriale del mese successivo) per il febbraio

AME: Utilizzo dei crediti concessi dal Fondo europeo.

Dopo le operazioni del mese	Grecia		Islanda		Spagna		Turchia		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											
Febbraio	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5
Dicembre	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	51,5	45,0	96,5
1960											
Dicembre	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	96,0	52,5	148,5
1961											
Dicembre	—	—	7,0	5,0	—	—	—	50,0	7,0	55,0	62,0
1962											
Dicembre	—	—	5,0	—	—	—	—	80,0	5,0	80,0	85,0
1963											
Dicembre	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
1964											
Dicembre	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0
1965											
Gennaio	—	—	—	—	—	—	—	100,0	—	100,0	100,0
Febbraio	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	95,0	95,0
Ottobre	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	90,0	90,0
1966											
Febbraio	25,0	5,0	—	—	—	—	—	90,0	25,0	95,0	120,0
Marzo	—	30,0	—	—	—	—	—	90,0	—	120,0	120,0
Ottobre	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
1967											
Marzo	—	30,0	—	—	—	—	—	70,0	—	100,0	100,0

1959, quando furono accordati i primi crediti, per la fine di ciascun anno nel periodo 1959-1964 e, dalla fine del 1964 alla fine di marzo 1967, per ciascun mese in cui si sono verificate variazioni.

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. Congiuntamente all'importo di \$148 milioni trasferito dall'Unione europea dei pagamenti, ciò porta il capitale del Fondo a \$186 milioni, mentre il capitale non versato rimane di \$421 milioni.

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 europeo, 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 tutte le materie a esso connesse. Il Comitato segue anche la situazione economica e finanziaria dei paesi partecipanti sulla base di rapporti preparati dal Segretariato o dalle diverse commissioni dell'Organizzazione e, 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 1966, 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 materiale statistico al Comitato sui mercati internazionali dell'oro e dei cambi, nonchè 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 alla pagina seguente.

A fine marzo 1966, la consistenza dei crediti, che all'inizio delle operazioni ammontava a \$35 milioni (crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia trasferiti dall'UEP) ha toccato il massimo di \$143,1 milioni; di questo importo, \$120 milioni costituivano prelievi effettuati su crediti concessi e \$23,1 milioni rappresentavano il saldo di crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia. Il totale è rimasto invariato fino alla fine di ottobre 1966, quando è sceso a \$133,1 milioni come risultato del rimborso netto effettuato dalla Turchia e descritto più sopra. Nel dicembre 1966 il sesto rimborso di ammortamento dei crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia ha ridotto il totale dei crediti in essere di un ulteriore importo di \$2,6 milioni. Nel marzo 1967, dopo il rimborso effettuato dalla Turchia dell'ultima quota, di \$10 milioni, del quarto credito, l'importo dei crediti in essere è sceso a \$120,5 milioni.

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 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
Aprile	71,2	123,5	297,9	143,1	635,8	607,5	28,3
Maggio	71,3	123,5	297,9	143,1	635,9	607,5	28,4
Giugno	73,4	123,5	297,9	143,1	638,0	607,5	30,5
Luglio	73,1	123,5	297,9	143,1	637,7	607,5	30,2
Agosto	73,2	123,5	297,9	143,1	637,8	607,5	30,3
Settembre	73,4	123,5	297,9	143,1	638,0	607,5	30,5
Ottobre	83,7	123,5	297,9	133,1	638,3	607,5	30,8
Novembre	83,9	123,5	297,9	133,1	638,4	607,5	30,9
Dicembre	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 Gennaio	88,9	123,5	297,9	130,5	640,9	607,5	33,4
Febbraio	89,1	123,5	297,9	130,5	641,1	607,5	33,6
Marzo	99,2	123,5	297,9	120,5	641,2	607,5	33,7

La riduzione di \$22,6 milioni nelle risorse non liquide del Fondo registrata durante l'esercizio chiuso a fine marzo 1967, è stata più che compensata dall'incremento delle risorse liquide, che sono passate da \$71,1 milioni a fine marzo 1966 a \$99,2 milioni l'anno successivo. Il saldo di \$5,5 milioni dell'incremento delle risorse liquide rispecchia l'ulteriore aumento delle entrate nette non distribuite.

Il calcolo degli interessi da corrispondere sulle contribuzioni versate è stato anche questa volta effettuato con lo stesso metodo adottato in anni precedenti, in base al quale l'importo cumulativo degli interessi pagati a ciascun paese partecipante 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. Durante il periodo in esame le entrate nette sono state le più elevate che siano state registrate dall'istituzione del Fondo, in parte, in seguito all'alto livello dei crediti in essere e, in parte, alla migliore remunerazione degli investimenti in dollari a breve effettuati dal Fondo. Come risultato, per l'anno nel suo complesso, gli interessi corrisposti sulle contribuzioni sono ammontati a \$1 milione, portando così l'importo cumulativo degli interessi, finora versati ai paesi membri, a \$6,4 milioni.

PARTE III

OPERAZIONI DELLA BANCA.

1. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il bilancio della Banca al 31 marzo 1967, certificato dai sindaci, è riprodotto alla fine della presente Relazione. La sua presentazione ha subito le seguenti due modificazioni.

Da una parte, nel bilancio al 31 marzo 1966 erano state inserite due voci provvisorie in connessione con il regolamento degli investimenti della Banca in Germania e cioè, "Credito in conformità della Convenzione stipulata il 29 novembre 1965 con la Repubblica federale tedesca" nell'attivo e "Crediti dei Governi relativi al Conto Fiduciario delle Annualità" nel passivo. Poichè il regolamento ha avuto luogo nell'aprile 1966, queste voci sono state abolite e non figurano quindi nel bilancio al 31 marzo 1967.

D'altra parte, la voce "Accantonamento per contingenze" è stata scissa in due, in seguito alla istituzione di un conto "Accantonamento per costruzioni", di cui si dirà più avanti, nella Sezione 6, "Ripartizione dell'utile netto".

* * *

Il totale del bilancio al 31 marzo 1967 ammonta a 8.231.996.517 franchi* contro 7.881.659.477 franchi al 31 marzo 1966, cioè ha registrato un incremento di 350.337.040 franchi. Nel corso dell'esercizio la situazione mensile ha subito fluttuazioni abbastanza ampie; a fine maggio 1966, è scesa a 7.282 milioni e alla fine di dicembre 1966 ha superato per la prima volta il livello di 9 miliardi, con 9.098 milioni.

BRI: Totali annuali del bilancio.

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Totale del bilancio	Variazione
	milioni di franchi	
1963	4.960 ¹	+ 218
1964	5.778 ¹	+ 828
1965	7.850 ¹	+ 2.072
1966	7.882	+ 32
1967	8.232	+ 350

¹ Prima parte.

Nel bilancio non sono compresi: l'oro, gli effetti e gli altri titoli in custodia per conto delle banche centrali e di altri depositanti; le attività (oro in custodia, saldi bancari, effetti e altri titoli) detenute dalla Banca in qualità di Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (per quanto riguarda l'Accordo monetario europeo), di Terzo

* 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.

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.

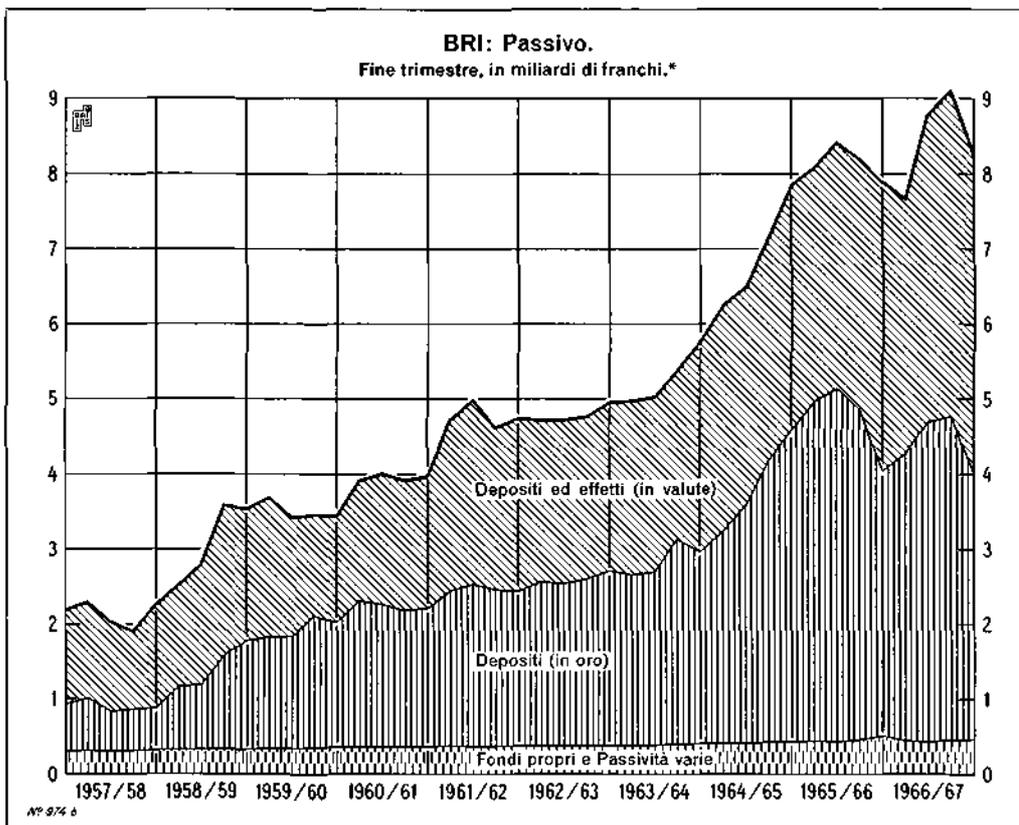
BRI: Conti d'ordine (b).

Conti	Fine esercizio	
	1966	1967
	milioni di franchi	
Oro in custodia	1.145	1.233
Saldi bancari	32	26
Effetti e altri titoli	715	678
Totale dei conti non inclusi nel bilancio	1.892	1.937

COMPOSIZIONE DELLE RISORSE (passivo).

A. Fondi propri.

Il "Capitale autorizzato ed emesso" è rimasto invariato a 500 milioni di franchi, di cui è stato versato un importo di 125 milioni.



Non essendo intervenute variazioni nel Fondo di riserva legale e nel Fondo di riserva generale, anche le riserve della Banca non hanno subito modificazioni, rimanendo ferme a 25,8 milioni.

Il saldo del Conto profitti e perdite, nel quale sono compresi l'utile netto conseguito nell'anno finanziario chiuso al 31 marzo 1967 e il saldo riportato dall'esercizio precedente, ammonta a 41,9 milioni contro 32,3 milioni l'anno prima. Il 31 marzo 1966, il conto "Accantonamento per contingenze" presentava un totale di 216,2 milioni; il 31 marzo 1967 esso è stato sostituito con il conto "Accantonamenti" composto di due voci, il cui totale è di 231 milioni. I dati che precedono sono commentati nella Sezione 6, "Ripartizione dell'utile netto".

Il totale delle "Partite varie" è aumentato da 33,3 milioni all'inizio dell'esercizio a 44,1 milioni alla fine del medesimo.

Alla fine di marzo 1967, il totale dei fondi propri della Banca (comprese le "Partite varie") ammontava a 468 milioni e corrispondeva al 6% del totale dei fondi ricevuti in prestito (7.764 milioni) e al 5,7% del totale del bilancio alla stessa data (8.232 milioni). Tenendo conto anche del capitale non versato (375 milioni), tali rapporti salirebbero rispettivamente a circa l'11 e il 10%.

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

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		
1963	389	4.561	4.950*	8,5	7,9
1964	408	5.370	5.778*	7,6	7,1
1965	433	7.417	7.850*	5,8	5,5
1966	433	7.449	7.882	5,8	5,5
1967	468	7.764	8.232	6,0	5,7

* 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.

Origine	Fine esercizio		Variazione
	1966*	1967	
milioni di franchi			
Banche centrali	6.104	6.602	+ 498
Altri depositanti	901	869	— 32
Effetti	362	293	— 69
Totale	7.367	7.764	+ 397

* Esclusi i crediti dei Governi relativi al Conto Fiduciario delle Annualità.

I depositi delle banche centrali sono aumentati in misura modesta, cioè di circa l'8 %, e quelli di altri depositanti hanno subito una contrazione assai lieve. Il conto "Effetti", che riporta gli effetti emessi in valute dalla Banca a favore di banche commerciali, ha registrato una riduzione di circa il 20 %, dovuta alla circostanza che gli obiettivi di politica monetaria che erano alla base dell'emissione di questi titoli su determinati mercati hanno cessato di esistere.

BRI: Natura e termini delle risorse.

Termine	Depositi in oro			Depositi in valute			Effetti		
	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio		Variazione
	1966	1967		1966*	1967		1966	1967	
milioni di franchi									
A vista	2.484	2.593	+ 109	184	240	+ 56	—	—	—
Fino a 3 mesi	591	325	— 266	2.816	3.282	+ 466	346	291	— 55
Da 3 a 6 mesi	102	164	+ 62	380	309	— 71	16	2	— 14
Da 6 a 9 mesi	272	338	+ 66	17	53	+ 36	—	—	—
Da 9 a 12 mesi	90	141	+ 51	45	10	— 35	—	—	—
A oltre un anno	—	—	—	24	16	— 8	—	—	—
Totale	3.539	3.561	+ 22	3.468	3.910	+ 444	362	293	— 69

* Esclusi i crediti dei Governi relativi al Conto Fiduciario delle Annualità.

Nel corso dell'anno finanziario i depositi in oro sono rimasti praticamente invariati e quelli in valute sono cresciuti del 13 %.

Per quanto riguarda i depositi in oro, quelli a vista hanno subito scarse modificazioni durante l'esercizio finanziario; alla fine del medesimo hanno presentato un lieve aumento rispetto all'inizio. Al contrario, i depositi vincolati erano leggermente diminuiti alla fine dell'esercizio, dopo essere stati varie volte soggetti a sensibili fluttuazioni nel corso di esso; fra la fine di febbraio e la fine di marzo 1967, per esempio, essi si sono ridotti di quasi la metà. Tali fluttuazioni sono da attribuire soprattutto alla conclusione di operazioni di riporto, in base alle quali l'oro venduto a pronti e riacquistato a termine dalla Banca, le è stato affidato in deposito per la durata delle transazioni. Al tempo stesso, si è verificato uno spostamento nei depositi quanto alla loro durata: la flessione in quelli con scadenza fino a tre mesi è stata compensata per circa due terzi da un incremento nei depositi a più lungo termine, ossia da tre a dodici mesi. Alla fine dell'anno finanziario, il rapporto fra depositi vincolati e totale dei depositi in oro era lievemente inferiore rispetto al principio di esercizio, essendo passato dal 30 al 27 %.

Quanto ai depositi in valute, il loro incremento, è il risultato di un'espansione in quelli con scadenza fino a tre mesi. I movimenti occorsi durante l'esercizio in questa categoria di depositi sono da ascrivere in ampia misura alle operazioni di riporto, in base alle quali le valute vendute a pronti dalla Banca le sono state talvolta affidate in deposito per brevi periodi. In queste operazioni sono compresi i riporti eseguiti nel quadro dell'accordo concluso nel giugno 1966 e al quale hanno partecipato un certo numero di banche centrali e la Banca. Questo accordo, che è stato prorogato nel marzo 1967, aveva per oggetto l'ulteriore consolidamento della sterlina. Gli altri depositi in valute hanno subito modeste variazioni, almeno in cifre assolute: i depositi a vista e quelli con scadenza da sei a nove mesi hanno

registrato aumenti, mentre i depositi con scadenza da tre a sei mesi e quelli con scadenza di oltre nove mesi sono diminuiti. Occorre tuttavia osservare che nel corso dell'esercizio finanziario i depositi a vista sono stati sottoposti a fortissime fluttuazioni: da un minimo di 32 milioni ad un massimo di 1.268 milioni. Quest'ultimo importo è stato raggiunto come effetto di varie operazioni di riporto concluse dalla Banca, il cui controvalore è stato accreditato in un conto a vista nei suoi libri.

All'inizio dell'anno finanziario le risorse della Banca erano suddivise in misura quasi uguale fra depositi in oro (48%) e depositi in valute (47%), mentre il restante 5% era costituito da effetti; il 31 marzo 1967 le aliquote erano passate rispettivamente al 46, 50 e 4%.

UTILIZZO DELLE RISORSE (attivo).

BRI: Totale cassa e investimenti.

Natura	Fine esercizio		1967		Variazione	
	1966	1966	1967	1967		
milioni di franchi						
Cassa						
Oro	3.025		3.096		+ 71	
Valute	381	3.406	156	3.252	- 225	- 154
Investimenti						
Oro	423		420		- 3	
Valute*	3.924	4.347	4.559	4.979	+ 635	+ 632
Totale						
Oro	3.448		3.516		+ 68	
Valute*	4.305	7.753	4.715	8.231	+ 410	+ 476

* Escluso il "Credito in conformità della Convenzione stipulata il 29 novembre 1965 con la Repubblica federale tedesca".

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

BRI: Posizione in oro.

Fine mese	Posizione a pronti				Operazioni a termine	Posizione netta finale
	Oro in barre e monetato	Impieghi in oro	Depositi in oro	Saldo netto	Saldo netto	
milioni di franchi						
1966						
Marzo	3.025	423	3.539	- 91	+ 439 (min.)	348 (min.)
Maggio	2.824	424	3.360 (min.)	- 112	+ 479	367
Luglio	2.527	426 (mass.)	4.181	- 1.228	+ 1.607	379
Agosto	2.520 (min.)	426	4.133	- 1.187	+ 1.576	389
Dicembre . . .	2.583	422	4.303	- 1.298 (min.)	+ 1.712 (mass.)	414
1967						
Gennaio	3.095	419 (min.)	4.353	- 839	+ 1.257	418
Febbraio . . .	3.053	420	4.359 (mass.)	- 886	+ 1.308	422
Marzo	3.096 (mass.)	420	3.561	- 45 (mass.)	+ 472	427 (mass.)
Variazione dal 31 marzo 1966 al 31 marzo 1967	+ 71	- 3	+ 22	+ 46	+ 33	+ 79

Dall'inizio alla fine dell'anno finanziario le diverse voci che rispecchiano la posizione in oro della Banca non hanno subito notevoli variazioni.

L'aumento dell'oro a pronti che figura all'attivo (sotto forma di averi e impieghi), cioè 68 milioni, sarebbe stato ancora maggiore, se le operazioni a termine non fossero cresciute simultaneamente di 33 milioni.

Sulla posizione netta finale in oro della Banca ha inciso in particolare la conversione in oro dei fondi ad essa affluiti in connessione con il regolamento degli investimenti della Banca in Germania in esecuzione degli Accordi dell'Aja del 1930.

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

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

Il conto "Oro in barre e monetato" (che consisteva quasi interamente di oro in barre) è già stato commentato.

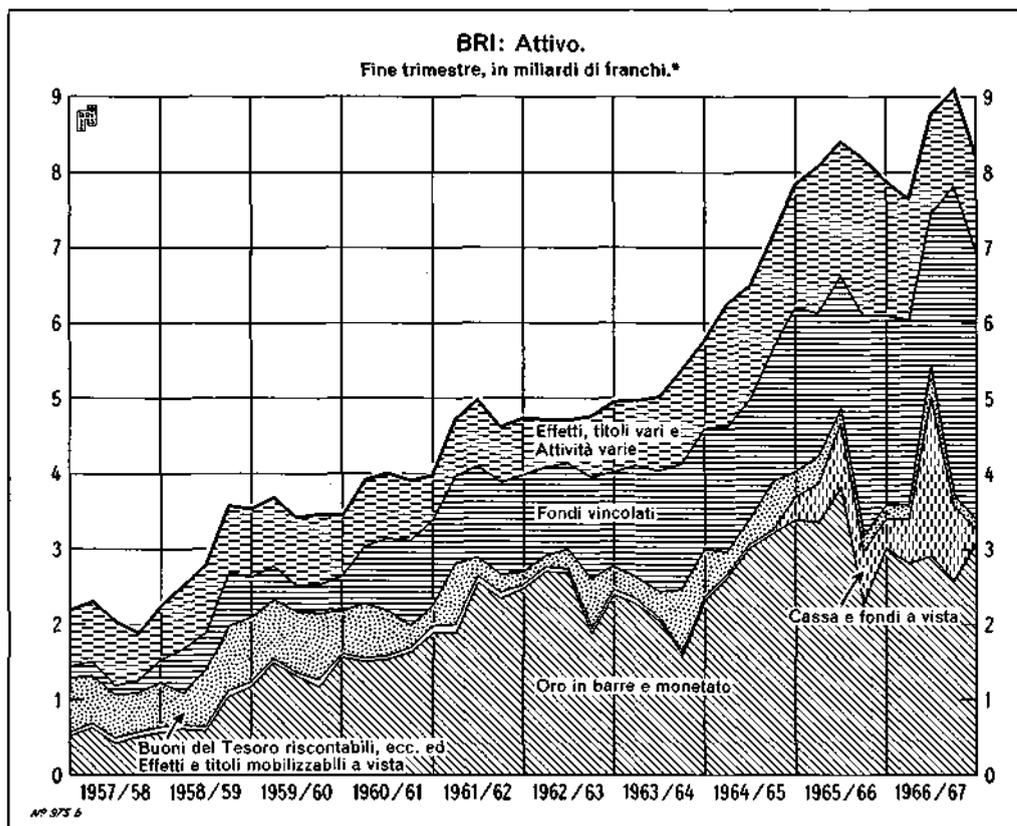
All'inizio dell'esercizio finanziario il totale del conto "Cassa in contanti e in conti a vista presso banche" ammontava a 381 milioni. Successivamente, esso ha subito fluttuazioni assai sensibili: è sceso a 76 milioni il 31 maggio, per poi risalire a 2.104 milioni il 30 settembre 1966 (massimo dell'esercizio) e ridiscendere a 156 milioni il 31 marzo 1967. Questi movimenti sono quasi interamente dovuti a diverse operazioni di riporto contro oro o valute estere, che hanno procurato alla Banca un volume assai cospicuo di fondi a vista.

Al 31 marzo 1967, il totale degli averi in oro e valute della Banca costituiva il 39,5 % del totale del bilancio contro il 43 % di un anno prima.

Alla fine dell'esercizio finanziario, il portafoglio "Buoni del Tesoro riscontabili" presentava quasi lo stesso importo che all'inizio del medesimo, cioè 70 milioni contro 68 milioni. Nel corso dell'anno finanziario, il totale di questo conto ha raggiunto due volte il livello di quasi 300 milioni, in seguito all'impiego di fondi ottenuti attraverso la rete di riporti creata fra banche centrali, alla quale la Banca partecipa.

Il portafoglio "Effetti e titoli mobilizzabili a vista" è diminuito da 124 a 74 milioni.

All'inizio dell'anno finanziario il totale degli impieghi a vista e mobilizzabili della Banca, che comprende le varie voci summenzionate, ammontava a 3.598 milioni e rappresentava il 46 % del totale del bilancio. Il 31 marzo 1967 le cifre corrispondenti erano, rispettivamente, 3.396 milioni e 41 %. Nello stesso periodo, l'aliquota dei depositi a vista nel passivo del bilancio è rimasta ferma al 34 %. Il rapporto di liquidità della Banca, pur essendo lievemente diminuito, rimane dunque elevato.



B. Depositi vincolati e impieghi.

Il totale del conto "Depositi vincolati e anticipazioni" ha subito fluttuazioni assai ampie. Dal livello di 2.507 milioni, quale era all'inizio dell'anno finanziario, il totale è progressivamente sceso sino alla fine di settembre 1966, quando ha toccato 2.030 milioni (minimo dell'esercizio), per poi risalire fino a 4.108 milioni (massimo dell'esercizio) il 31 dicembre 1966. Alla fine di gennaio era di nuovo diminuito a 3.449 milioni e alla chiusura dell'esercizio il totale del conto, di 3.551 milioni, era ancora elevato in quanto superava di 1.044 milioni quello dell'anno precedente.

Questi movimenti di notevole ampiezza sono dovuti: 1) al fatto che nel corso dell'esercizio finanziario la Banca ha ricevuto alcune volte cospicui fondi in seguito ad operazioni eseguite nel quadro della cooperazione fra banche centrali od a vendite di oro a pronti, coperte da corrispondenti acquisti a termine; 2) al trasferimento di fondi a vista al conto "Depositi vincolati e anticipazioni", non appena i depositi collocati in conti a vista presso la Banca sono stati convertiti in conti vincolati; 3) alla riduzione del totale del conto "Altri effetti e titoli".

Difatti, in contrasto con la fisionomia di frequente assunta nel corso di esercizi finanziari precedenti, i movimenti del conto "Altri effetti e titoli" sono stati spesso divergenti e meno marcati rispetto a quelli del conto "Depositi vincolati e anticipazioni". Da 1.648 milioni, suo livello all'inizio dell'anno finanziario e che corrisponde quasi al massimo dell'esercizio, il totale è andato progressivamente riducendosi a 1.187 milioni il 30 novembre 1966; indi, dalla fine di dicembre 1966 in poi esso è rimasto quasi stabile, al livello di 1.284 milioni, che è quello di chiusura dell'esercizio. Sull'intero anno la riduzione è quindi ammontata a 364 milioni.

La tabella che segue indica la ripartizione degli impieghi della Banca sotto il profilo della scadenza alla fine degli ultimi due esercizi finanziari.

BRI: Depositi vincolati e anticipazioni e Altri effetti e titoli.

Periodi	Fine esercizio		Variazione
	1966	1967	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi	3.062	3.805	+ 743
Da 3 a 6 mesi	576	499	— 77
Da 6 a 9 mesi	228	254	+ 26
Da 9 a 12 mesi	147	248	+ 101
A oltre un anno	142	29	— 113
Totale	4.155	4.835	+ 680

L'aumento globale degli investimenti sotto forma di depositi vincolati e anticipazioni ed altri effetti e titoli è da attribuire soprattutto all'incremento degli impieghi con scadenza fino a tre mesi; quest'ultimo è stato anzi superiore al primo. Il totale dei fondi investiti a più di sei mesi è rimasto praticamente invariato; la quasi completa liquidazione degli impieghi con scadenza ad oltre un anno è stata, grosso modo, compensata dall'aumento degli impieghi con scadenza da sei a dodici mesi. Si è pertanto verificata una riduzione nella durata media dei fondi vincolati, considerati complessivamente, della Banca. Occorre infine osservare che, come negli ultimi esercizi finanziari, una parte notevole di questi fondi era inoltre mobilizzabile con brevissimo preavviso.

* * *

A prescindere dall'aumento dei depositi vincolati in valute affidati alla Banca dalle banche centrali, il volume e la struttura delle risorse prese a prestito non hanno subito modificazioni essenziali durante lo scorso esercizio finanziario.

Come in esercizi finanziari precedenti, l'elemento principale dell'attività della Banca è rappresentato dal crescente volume di operazioni di riporto in oro contro valute o in valute contro valute concluse con banche centrali.

Queste operazioni, effettuate nel quadro della cooperazione monetaria fra banche centrali, hanno consentito alla Banca di svolgere un ruolo sempre più

importante ed attivo nel promuovere lo sviluppo della cooperazione stessa, soprattutto in connessione con l'accordo del giugno 1966.

La Banca inoltre, mediante alcune di queste operazioni di riporto, si è procurata i fondi necessari per poter fungere da intermediaria fra le autorità monetarie e il mercato, contribuendo così in una certa misura e in determinati periodi (soprattutto alla fine di dicembre) ad attenuare le tensioni provocate dai massicci rimpatri di fondi da parte delle banche commerciali e, di conseguenza, a contenere l'aumento dei saggi d'interesse sul mercato dell'eurodollaro.

Il volume globale delle operazioni della Banca ha raggiunto un nuovo livello senza precedenti di 110 miliardi nel 1966-67 contro 86 miliardi nel 1965-66 e 72 miliardi nel 1964-65.

Gli utili netti dell'esercizio chiuso al 31 marzo 1967 sono stati notevolmente superiori a quelli dell'anno finanziario precedente. L'aumento degli utili, più ancora che all'incremento dei fondi ricevuti a titolo di depositi, è dovuto al maggior volume di risorse ottenute attraverso le operazioni di riporto e all'ampliamento dei margini di profitto, conseguente all'andamento dei saggi d'interesse sul mercato durante i primi nove mesi dell'esercizio finanziario.

2. Le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente per il servizio di prestiti internazionali.

In conformità degli accordi in vigore, nell'anno sotto rassegna la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Agente finanziario dei Fiduciari per le nuove obbligazioni del Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes), nonché di Fiduciario per le nuove obbligazioni del Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young), che sono state emesse dal Governo della Repubblica federale tedesca, in applicazione dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953.

Per il Prestito Dawes, l'esercizio finanziario 1966-67 si è chiuso il 15 aprile 1967 e per il Prestito Young il 1° giugno 1967. Gli interessi per l'esercizio 1966-67 sono ammontati a un importo equivalente a circa 11,5 milioni di franchi per il Prestito Dawes e ad un importo equivalente a circa 35,7 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 1966-67, i rimborsi per il Prestito Dawes sono stati effettuati, in parte, mediante acquisti di obbligazioni sul mercato e, in parte, mediante sorteggio; i rimborsi per il Prestito Young sono stati eseguiti interamente mediante acquisti di obbligazioni sul mercato.

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 seguenti tabelle.

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 1965-66	1966-67	
Obbligazioni convertite					
Americana . . .	\$	44.107.000	13.084.000	2.045.000	28.978.000
Belga	£	593.200	123.600	18.400	441.200
Britannica . . .	£	8.277.200	1.752.400	264.300	6.260.500
Francese	£	1.929.600	403.500	61.200	1.464.900
Olandese	£	1.323.000	262.100	42.200	1.018.700
Svedese	cor.sv.	14.209.000	2.782.000	428.000	10.999.000
Svizzera	£	1.130.500	235.300	36.800	858.400
Svizzera	fr.sv.	8.251.000	1.581.000	244.000	6.426.000
Obbligazioni consolidate					
Americana . . .	\$	8.206.000	1.866.000	244.000	6.076.000
Belga	£	157.900	37.700	5.000	115.100
Britannica . . .	£	2.232.000	525.700	70.700	1.635.600
Francese	£	498.900	118.700	15.800	364.400
Olandese	£	291.400	61.400	9.000	221.000
Svizzera	£	115.000	26.600	3.600	84.800
Svizzera	fr.sv.	415.000	90.000	11.000	314.000

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 1965-66	1966-67	
Obbligazioni convertite					
Americana . . .	\$	55.466.000	5.326.000	824.000	49.316.000
Belga	fr.belgi	202.769.000	19.371.000	2.924.000	180.474.000
Britannica . . .	£	17.703.000	1.676.300	254.700	15.772.000
Francese	fr.fr.	445.555.000	42.160.000	6.442.000	396.953.000
Olandese	florini	52.487.000	4.875.000	755.000	46.857.000
Svedese	cor.sv.	92.763.000	8.824.000	1.341.000	82.598.000
Svizzera	fr.sv.	58.383.000	5.566.000	841.000	51.976.000
Tedesca	DM	14.504.000	1.363.000	210.000	12.931.000
Obbligazioni consolidate					
Americana . . .	\$	9.004.000	855.000	127.000	8.022.000
Belga	fr.belgi	45.662.000	4.402.000	657.000	40.603.000
Britannica . . .	£	4.223.900	402.500	59.200	3.762.200
Francese	fr.fr.	98.140.000	9.160.000	1.401.000	87.579.000
Olandese	florini	8.488.000	800.000	124.000	7.564.000
Svedese	cor.sv.	6.014.000	580.000	86.000	5.348.000
Svizzera	fr.sv.	1.405.000	139.000	19.000	1.253.000
Tedesca	DM	416.000	39.000	6.000	371.000

* Valore nominale al 1° maggio 1967, determinato in conformità delle disposizioni dell'Accordo di Londra per i debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953, ma senza tener conto della rivalutazione del DM introdotta nel marzo 1961.

La Banca svolge anche le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni convaldate 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 convaldate e il loro rimborso è indicata nella seguente tabella.

Prestito internazionale del Governo austriaco 1930.

Emissione	Valuta	Valore nominale			
		Obbligazioni convaldate	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1959 al 1965	1966	
Americana . . .	\$	1.667.000	459.000	79.000	1.129.000
Anglo-Olandese.	£	856.600	231.200	38.600	586.800
Svizzera	fr.sv.	7.102.000	1.610.000	278.000	5.216.000

3. La Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con l'Alta Autorità della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio.

Ai termini di un contratto, stipulato il 28 novembre 1954 con l'Alta Autorità della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, la Banca ha continuato a esercitare le funzioni di Terzo Designato per i prestiti dell'Alta Autorità, garantiti ai sensi del contratto medesimo.

L'importo globale dei prestiti garantiti era, originariamente, equivalente a circa 817 milioni di franchi. I rimborsi effettuati dall'Alta Autorità fino al 1° aprile 1967 sono ammontati all'equivalente di circa 289 milioni di franchi, che riduce la consistenza attuale dei prestiti all'equivalente di circa 528 milioni di franchi. La tabella che segue riporta i particolari dei prestiti.

L'Alta Autorità ha utilizzato i gettiti dei prestiti per concedere crediti nei paesi membri della CECA.

Durante l'anno finanziario sotto rassegna, la Banca dei Regolamenti Internazionali ha ricevuto dai debitori e distribuito agli Agenti nazionali l'equivalente di circa 27 milioni di franchi per interessi e l'equivalente di circa 35 milioni di franchi per rimborsi.

L'Alta Autorità ha anche emesso prestiti non garantiti, in conformità del citato contratto, ma per tali prestiti la Banca non svolge alcuna funzione.

Prestiti garantiti dell'Alta Autorità della CECA.

Serie dei titoli garantiti della Alta Autorità	Date di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Ammontare dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1967	Saggio d'interesse %	Scadenze dei prestiti
1 ^a	1954	Stati Uniti	Governo S.U.	\$ 100.000.000	68.900.000	3 ¹ / ₂	1979
2 ^a	1955	Belgio	Caisse Générale d'Épargne et de Retraite, Bruxelles	Fr.belgi 200.000.000	147.800.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^a	1955	Germania	Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf	DM 25.000.000	16.884.850	3 ¹ / ₂	1981
			Landesbank für Westfalen (Girozentrale), Münster	DM 25.000.000	16.884.850	3 ¹ / ₂	1981
4 ^a	1955	Lussemburgo	Caisse d'Épargne de l'Etat, Lussemburgo	Fr.belgi 20.000.000 Fr.luss. 5.000.000	14.780.000	3 ¹ / ₂	1982
5 ^a	1956	Saar	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2.977.450 ¹	1.932.365	4 ¹ / ₄	1977
6 ^a	1956	Svizzera	Emissione pubblica	Fr.sv. 60.000.000	31.250.000	4 ¹ / ₄	1974
7 ^{a 2}	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	15.500.000	5 ¹ / ₂	1975
10 ^a	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	85.057.222	5 ¹ / ₂	1982
11 ^{a 2}	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	28.100.000	5	1978
13 ^{a 2}	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	23.350.000	5 ¹ / ₂	1980
15 ^a	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	94.412.804	5 ¹ / ₄	1986
16 ^a	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Florini 50.000.000	50.000.000	4 ¹ / ₂	1981

¹ Questo prestito, negoziato in franchi francesi, è stato convertito in DM nel 1959. L'importo originario ammontava a 350 milioni di franchi francesi vecchi. ² I titoli garantiti dell'8^a, 9^a, 12^a e 14^a serie sono stati rimborsati integralmente.

4. 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. Lo scorso anno la Banca ha ricevuto a questo riguardo, a titolo di contributo alle spese amministrative da essa sostenute, l'importo di fr.sv. 500.000, oltre al rimborso delle spese varie; questi importi sono stati accreditati alle "Spese di amministrazione" nel Conto profitti e perdite, ma non sono indicati, come nel passato, in voci separate.

5. Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali.

Nello scorso anno, la cooperazione fra le banche centrali è diventata più stretta ed intensa; la Banca, che fra i suoi compiti principali esplica anche quello di promuovere tale cooperazione, si è sempre adoperata negli anni passati per assicurarne il progresso.

Fra le operazioni effettuate in questo campo riveste carattere preminente l'accordo concluso lo scorso giugno a Basilea da un gruppo di importanti banche centrali e dalla Banca dei Regolamenti Internazionali allo scopo di fornire alla Banca d'Inghilterra facilitazioni intese ad attenuare la pressione esercitata sulle riserve ufficiali del Regno Unito dalle fluttuazioni nei saldi in sterline detenuti da altri paesi e a consolidare così il sistema della sterlina. Queste facilitazioni sono state messe a disposizione attraverso la Banca e la loro utilità è parsa evidente. In stretta cooperazione con determinate banche centrali, la Banca ha inoltre contribuito efficacemente a coordinare gli sforzi per alleggerire tensioni stagionali non desiderabili sui mercati, soprattutto sul mercato dell'eurodollaro. Il secondo di questi scopi è stato in parte raggiunto, d'intesa con la Banca della Riserva federale di Nuova York, mediante l'utilizzazione degli impegni di riporto conclusi tra quest'ultima e la Banca dei Regolamenti Internazionali. L'importo totale di queste facilitazioni di riporto ammonta a \$400 milioni, metà dei quali sono costituiti da dollari contro franchi svizzeri e la restante metà da dollari contro altre monete europee.

La Banca ha proseguito la sua attività nel campo degli studi e dello scambio di informazioni. Oltre alle riunioni regolari del Consiglio di amministrazione, la Banca ha organizzato 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 eurodivise. I servizi della Banca hanno prestato la loro collaborazione ai lavori di tali gruppi.

La Banca ha continuato a esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dalla Dichiarazione ministeriale del Gruppo dei dieci, di raccogliere e distribuire a tutti i paesi membri del Gruppo e al Gruppo di Lavoro 3 dell'OCSE i dati statistici relativi ai mezzi utilizzati per finanziare saldi attivi e passivi nei loro conti con l'estero. Questi dati costituiscono una base indispensabile per la sorveglianza multilaterale sulla creazione di liquidità internazionale. I Governatori delle banche centrali del Gruppo, in occasione delle loro riunioni presso la sede della Banca, si scambiano inoltre informazioni, non appena possibile, circa gli impegni intervenuti tra i membri del Gruppo per la concessione di nuove o più estese facilitazioni di credito e l'evoluzione dei crediti stessi. Si è già avuto occasione di constatare 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 nuovi strumenti di riserva e del processo di aggiustamento. I servizi della Banca hanno prestato la loro assistenza anche in questo campo.

La costante cooperazione fra le banche centrali ha consolidato le relazioni fra la Banca, da un lato, e l'OCSE e il F. M. I. dall'altro.

6. Ripartizione dell'utile netto.

I conti relativi al trentasettesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1967, presentano un avanzo di 47.074.487 franchi. Nel precedente esercizio finanziario si era avuto un avanzo di 38.578.751 franchi.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di aumentare l'accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e l'accantonamento per contingenze nella misura, rispettivamente, di 200.000 franchi e 3.800.000 franchi. Nel 1966 i trasferimenti a questi accantonamenti erano ammontati, rispettivamente, a 1 milione e 15 milioni di franchi.

Si è reso inoltre necessario istituire un accantonamento per costruzioni. In considerazione del cospicuo utile conseguito nell'anno finanziario 1966-67, il Consiglio di amministrazione ha deciso di devolvere a questo nuovo accantonamento l'importo di 11 milioni di franchi. Attualmente gli uffici della Banca sono distribuiti in sei edifici; gli immobili, la cui costruzione risale all'inizio del secolo, non rispondono più alle esigenze moderne. Quattro degli edifici, compreso quello principale, sono di proprietà della Banca. Gli altri due sono adiacenti, ma la Banca ha soltanto in affitto un certo numero di locali in essi. Poichè questa sistemazione non rappresenta una soluzione razionale, la Banca sta studiando la possibilità di costruire un nuovo edificio sul terreno di sua proprietà o su un'area situata nelle vicinanze che le è stata offerta.

Dopo aver dedotto gli importi trasferiti agli accantonamenti, i profitti netti ammontano a 32.074.487 franchi, ai quali occorre aggiungere la somma di 9.842.787 franchi riportati a nuovo dal precedente esercizio finanziario. L'utile disponibile per la ripartizione raggiunge pertanto l'importo globale di 41.917.274 franchi. Questo ammontare rende possibile non soltanto il pagamento del dividendo cumulativo annuale del 6% sul capitale versato e il saldo del dividendo cumulativo non dichiarato, ma anche di effettuare altre distribuzioni previste dall'Articolo 53 degli Statuti della Banca.

Il dividendo cumulativo ammonta a 37,50 franchi e il saldo del dividendo cumulativo non dichiarato a 54,47 franchi per azione. Dopo aver dedotto le somme necessarie per la distribuzione di questi due dividendi, cioè, rispettivamente 7.500.000 e 10.894.000 franchi (per un totale complessivo di 18.394.000 franchi), rimane disponibile una somma di 23.523.274 franchi.

Conformemente alla lett. c) dell'Articolo 53 degli Statuti, il 20% di questo ammontare, cioè 4.704.655 franchi può essere utilizzato per pagare un dividendo supplementare o per istituire un Fondo di riserva speciale per dividendi. Il Consiglio di amministrazione raccomanda che l'Assemblea generale decida di utilizzare 4.106.000 franchi per pagare un dividendo addizionale di 20,53 franchi per azione. Per quanto riguarda la rimanenza di 598.655 franchi, il Consiglio di amministrazione, esercitando i poteri conferitigli dalla lett. c) dell'Articolo 53 e basandosi sulla politica perseguita dalla Banca nei primi anni della sua esistenza, ha

deciso di trasferire tale somma al Fondo di riserva speciale per dividendi, che viene così ricostituito.

La ripartizione del saldo dell'utile disponibile, cioè 18.818.619 franchi, è regolata dalle lett. d) e seguenti dell'Articolo 53 degli Statuti.

Fino a quando il Fondo di riserva generale non raggiungerà un importo pari a quello del capitale versato, la metà del suddetto saldo deve essere trasferita a questo Fondo, il cui ammontare passerà da 13.342.650 a 22.751.960 franchi. L'ultimo trasferimento a questo Fondo di riserva fu effettuato nel 1940.

In seguito al regolamento dell'attivo e passivo della Banca in connessione con l'esecuzione degli Accordi dell'Aja del 1930 (Piano Young), al quale si è fatto riferimento nella trentaseiesima Relazione annuale della Banca, la ripartizione dell'altra metà del saldo dell'utile disponibile è ora soggetta a quanto stabilito alla lett. f) dell'Articolo 53. In base a questa disposizione, il Consiglio di amministrazione raccomanda che l'Assemblea generale decida di trasferire l'intera somma, cioè 9.409.309 franchi, al Fondo di riserva speciale per dividendi. Se la proposta verrà accolta, il totale di questo Fondo ammonterà a 10.007.964 franchi, che corrisponde approssimativamente all'importo che è stato riportato a nuovo dal precedente esercizio finanziario e che non può essere ulteriormente riportato in quanto ciò contrasterebbe con le disposizioni dell'Articolo 53.

In base alle proposte del Consiglio di amministrazione, la ripartizione complessiva ammonterà a 112,50 franchi per azione, ovvero allo stesso importo del 1966. Essa sarà pagabile il 1° luglio 1967, 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 al cambio del giorno di pagamento.

Il bilancio, il conto profitti e perdite e la relazione dei sindaci sono riprodotti alla fine di questa Relazione.

La contabilità della Banca è stata debitamente verificata dai signori Price Waterhouse & Co., Zurigo, che hanno confermato che il bilancio e il conto profitti e perdite rispecchiano fedelmente ed esattamente la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1967, nonchè gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei signori Price Waterhouse & Co. si trova in calce al bilancio.

7. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione.

Lord Cromer, avendo rassegnato le dimissioni da Governatore della Banca d'Inghilterra con la fine di giugno 1966, ha cessato al tempo stesso di essere Consigliere di diritto della Banca dei Regolamenti Internazionali; tale carica era stata da lui ricoperta, nella sua qualità di Governatore della Banca d'Inghilterra, dal 1961. Alla riunione tenutasi il 13 giugno 1966, il Presidente ha espresso i sinceri ringraziamenti del Consiglio per gli eminenti servizi che Lord Cromer ha reso alla Banca.

Sir Leslie O'Brien, che dal 1° luglio 1966 è succeduto a Lord Cromer nella carica di Governatore della Banca d'Inghilterra, alla stessa data è diventato Con-

sigliere di diritto della Banca dei Regolamenti Internazionali. Il Presidente gli ha dato il benvenuto alla riunione del Consiglio tenutasi l'11 luglio 1966, la prima alla quale è intervenuto.

Alla riunione del Consiglio tenutasi l'11 luglio 1966, il Presidente ha comunicato che Sir Leslie O'Brien aveva nominato suo Sostituto nel Consiglio di amministrazione il Signor C.J. Morse, Direttore della Banca d'Inghilterra, in luogo di Sir Maurice Parsons e che il Signor R.G. Raw avrebbe continuato a svolgere le funzioni di Sostituto di Sir Leslie O'Brien in assenza del Signor Morse. La Banca esprime la sua gratitudine a Sir Maurice Parsons per i preziosi servizi da lui prestati.

Alla riunione del Consiglio tenutasi l'11 luglio 1966 il Presidente ha annunciato che il Dott. W. Schwegler aveva deciso di presentare le dimissioni dalla carica, che egli ricopriva dal 1956, di membro del Consiglio di amministrazione della Banca dei Regolamenti Internazionali a partire dal 31 agosto 1966, data alla quale avrebbe lasciato le sue funzioni di Presidente della Direzione generale della Banca nazionale svizzera. Il Presidente ha ringraziato il Dottor Schwegler a nome del Consiglio per i ragguardevoli servizi resi alla Banca nel corso di numerosi anni.

Alla riunione tenutasi l'11 luglio 1966, il Consiglio ha eletto, in base agli Articoli 28(3) e 29 degli Statuti, come proprio membro, il Dott. Edwin Stopper, nominato Presidente della Direzione generale della Banca nazionale svizzera; il Dottor Stopper assumerà la carica a partire dal 1° settembre 1966, per il periodo sino allo spirare del mandato del Dottor Schwegler, che termina il 31 marzo 1968. Alla riunione tenutasi il 5 settembre 1966, il Presidente ha dato il benvenuto al Dottor Stopper, che vi è intervenuto per la prima volta nella sua qualità di membro del Consiglio di amministrazione.

Siccome il mandato del Signor Maurice Frère come Consigliere veniva a scadere il 7 agosto 1966, nel luglio 1966 il Signor Ansiaux, Governatore della Banca nazionale del Belgio lo ha rieletto, in base all'Articolo 28(2) degli Statuti, per un ulteriore periodo di tre anni che spirerà il 7 agosto 1969.

Il mandato del Dott. Donato Menichella, come Consigliere, veniva a scadere il 7 novembre 1966; nel settembre 1966 il Dottor Carli, Governatore della Banca d'Italia, lo ha riconfermato, in base all'Articolo 28(2) degli Statuti, per un ulteriore periodo di tre anni che terminerà il 7 novembre 1969.

Siccome il mandato del Dott. M.W. Holtrop, come Consigliere, veniva a scadere il 31 marzo 1967, nella riunione del Consiglio tenutasi il 13 marzo 1967 egli è stato rieletto, in base all'Articolo 28(3) degli Statuti, per un ulteriore periodo di tre anni che avrà termine il 31 marzo 1970.

Alla riunione tenutasi l'8 maggio 1967, il Presidente ha comunicato che il Signor Brunet ha nominato il Signor Marcel Théron, Direttore Generale del Dipartimento dei servizi esteri quale suo secondo Sostituto in luogo del Signor Gilbert Bouchet. La Banca è grata al Signor Bouchet per i preziosi servizi da lui resi alla Banca dalla data della sua nomina avvenuta più di due anni fa.

CONCLUSIONE.

Un anno fa, nella maggior parte dei paesi industriali la situazione era caratterizzata da un eccesso di domanda e da prezzi crescenti, mentre al presente il clima economico generale oscilla tra la mancanza di slancio espansionistico e una lieve recessione. I paesi che più hanno contribuito a provocare questo mutamento della congiuntura sono gli Stati Uniti, la Germania e il Regno Unito, e ciò non soltanto per le loro dimensioni, ma anche perchè il rallentamento della loro attività economica si è ripercosso sulla domanda di esportazioni interessanti un'area più vasta. Lo sviluppo della produzione continua soltanto in Italia e in Giappone.

Negli Stati Uniti l'eccesso di domanda si è manifestato improvvisamente in seguito all'intensificarsi della guerra nel Vietnam, mentre in Germania si è giunti allo stesso risultato più lentamente nel corso di molti mesi. La situazione in entrambi i paesi si è presentata tuttavia analoga in quanto la spesa crescente del settore pubblico ha costituito il fattore principale nel creare condizioni di "boom". In assenza di adeguate misure restrittive nel campo fiscale che frenassero le pressioni inflazionistiche, il compito di contenere l'eccesso di domanda è stato lasciato alla politica della banca centrale. Per neutralizzare la spinta derivante dal disavanzo di bilancio, in entrambi i paesi si è reso necessario adottare restrizioni monetarie assai rigorose, che hanno fatto salire i saggi d'interesse a livelli molto superiori a quelli mai registrati nel periodo postbellico. Alla fine, questa politica è riuscita ad arginare l'inflazione, sebbene il processo sia stato più lento e abbia comportato maggiori difficoltà settoriali; i risultati sarebbero stati più soddisfacenti se si fosse ricorso ad una migliore dosatura tra le diverse misure di politica economica.

Nel Regno Unito cospicui aumenti salariali contrattuali avevano rafforzato il già vigoroso impulso espansionistico derivante dalla spesa pubblica, provocando l'eccesso della domanda all'inizio del 1964. Dopo vane speranze che la situazione si sarebbe assestata da sola con l'aiuto di lievi restrizioni, un anno fa le autorità hanno cercato di ridurre sensibilmente la domanda attraverso il bilancio pubblico. I mezzi impiegati non erano tuttavia tali da produrre effetti immediati o da convincere. All'inizio dell'estate 1966 si è perciò verificata un'imponente fuga dalla sterlina che, nel mese di luglio, ha richiesto una nuova serie di misure restrittive. Il blocco di prezzi e salari, nonchè i nuovi inasprimenti tributari introdotti a quel tempo, hanno ben presto prodotto un migliore equilibrio nella situazione interna e in quella verso l'estero.

Seppure finora non si sia notato un netto orientamento verso una rinnovata espansione, lo stato attuale delle cose non presenta alcun sintomo caratteristico di una spirale deflazionistica. Anche per quanto riguarda le prospettive è importante che il rallentamento della domanda non abbia rispecchiato un ciclo autonomo dell'attività economica, come potrebbe risultare da un'espansione eccessiva della capacità produttiva. Esso è stato piuttosto ottenuto con l'applicazione di misure antinflazionistiche, ed essendosi esaurita l'inflazione, non v'è ragione per ritenere che la fase di ristagno debba protrarsi. Il rigore della politica monetaria è

stato attenuato dappertutto e, in Germania ed in diversi altri paesi, sono stati adottati provvedimenti per stimolare l'attività economica. Tanto negli Stati Uniti quanto nel Regno Unito i disavanzi complessivi di bilancio sono assai cospicui e, se verranno finanziati con l'aumento della circolazione monetaria, il pericolo di un'eccessiva liquidità interna non sarà meno reale di quello rappresentato da una domanda in fase di ristagno, soprattutto tenendo presenti i problemi che entrambi i paesi si trovano a dover fronteggiare nei pagamenti verso l'estero. In linea generale, l'azione delle autorità deve evitare che si riproduca un eccesso della domanda; è probabile, perciò, che l'espansione riprenderà con un ritmo più moderato di quello registrato nel periodo 1962-65.

Le misure restrittive hanno alla fine conseguito il loro obiettivo; ma le recenti esperienze hanno lasciato l'impressione che la stabilizzazione sia stata perseguita attraverso esitazioni e ripensamenti. La situazione non era oscura da un punto di vista analitico e non era molto difficile individuare i rimedi occorrenti. Perciò non c'era nulla di sbagliato nella "nuova economia", contrariamente a quanto talvolta affermato; gli inconvenienti sono dovuti al non avere agito con prontezza ed efficacia. La politica fiscale, in particolare, ha troppo mancato di flessibilità, sicchè le restrizioni monetarie hanno dovuto essere spinte molto vicine al limite estremo. Siccome ciò ha quasi provocato una crisi monetaria e in effetti ha contribuito alle forti tensioni sul mercato dei cambi, la necessità che in futuro siano meglio dosate tra loro le misure da adottare non può essere ignorata.

Il problema dell'impiego più efficace di tutti gli strumenti disponibili, per prevenire gli squilibri in primo luogo e correggerli più rapidamente quando insorgano, non interessa soltanto governi e parlamenti. Non v'è dubbio che l'opinione pubblica gradisca più le riduzioni tributarie che gli inasprimenti e che il "pieno impiego" goda di maggiore popolarità che l'obiettivo meno tangibile della stabilità monetaria. E' significativo che diversi governi siano caduti perchè cercavano di contenere le spese di bilancio. E' perciò di vitale importanza che il pubblico venga meglio informato in questa materia. Occorre peraltro riconoscere che, al presente, in molti paesi il controllo dell'opinione pubblica riesce più difficile che il controllo del ciclo economico.

Durante lo scorso anno il movimento ciclico ha provocato importanti variazioni nelle bilance dei pagamenti dei principali paesi. In Italia, il cospicuo saldo attivo dei due anni precedenti si è sensibilmente ridotto; le importazioni sono aumentate notevolmente in presenza dell'ininterrotta espansione dell'attività economica interna, mentre si sono verificate esportazioni nette di capitali dovute ai più elevati saggi d'interesse vigenti all'estero. Anche in Francia, dove il rallentamento della domanda interna è stato più moderato che nella maggior parte degli altri paesi, il saldo attivo verso l'estero è stato sostituito da un modesto passivo, a causa di un più ampio volume di importazioni e di un afflusso di capitali notevolmente ridotto. Nel Regno Unito, d'altro canto, il precedente saldo passivo della bilancia dei pagamenti è stato corretto mediante il contenimento della domanda interna e ulteriori limitazioni alle esportazioni di capitali. Analogamente, in Germania, la bilancia dei pagamenti è passata da un saldo passivo ad uno fortemente attivo, poichè la debolezza della domanda interna ha dato luogo ad un incremento delle esportazioni e ad una contrazione delle importazioni.

Un'importante eccezione al migliore equilibrio che è stato generalmente conseguito nei pagamenti internazionali è costituita dagli Stati Uniti. L'accelerazione nella domanda interna ha provocato un forte aumento delle importazioni, per cui l'avanzo commerciale (escluse le esportazioni finanziate dal governo) è sceso a poco più di \$700 milioni. A questo deterioramento occorre aggiungere l'aumento delle spese militari all'estero, a causa della guerra nel Vietnam. Poichè la stretta monetaria dello scorso anno ha attratto un volume di capitali insolitamente ampio, il saldo passivo verso l'estero non è aumentato di molto. Le prospettive per quest'anno indicano che il deterioramento di fondo si farà più evidente e potrà creare problemi per la politica monetaria.

Al centro delle discussioni ufficiali sulla riforma del sistema monetario internazionale, svoltesi lo scorso anno, sono stati i piani per la creazione deliberata di nuovi mezzi di riserva che dovrebbero aggiungersi all'oro, nell'aumento a più lungo periodo delle riserve globali. Sebbene tutti si siano dichiarati d'accordo nel ritenere che in futuro l'incremento dell'oro e degli averi in dollari non sarà probabilmente sufficiente, non vi è stata concordanza sul modo con cui procedere per colmare tale deficienza. Molti paesi sono del parere che il nuovo strumento dovrebbe avere le caratteristiche delle riserve "possedute", se si vuole che esso sia in grado, almeno con il tempo, di assolvere la funzione di moneta internazionale per i suoi requisiti intrinseci. Altri paesi sono invece dell'avviso che ciò sarebbe troppo pericoloso e vorrebbero che un programma di contingenza si limitasse a fornire al sistema un elemento addizionale di credito, parte del quale potrebbe avere carattere automatico. Fatto forse ancora più importante è il forte contrasto circa il momento e la misura in cui sarà necessario fare affluire alle riserve globali i nuovi strumenti aggiuntivi dell'oro. Il deterioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e l'improbabilità che nell'anno prossimo o in quello successivo ne venga ristabilito l'equilibrio hanno esercitato un notevole influsso sulla corrente che propende per una "moneta forte". Data la persistenza del saldo passivo americano, questi paesi rifuggono dal separare il problema della riforma del sistema di creazione dei mezzi di riserva da quello di una più rigorosa applicazione del processo di aggiustamento.

E' ancora troppo presto per sapere quali proposte per rafforzare il F.M.I. potranno essere presentate alla prossima assemblea generale di Rio de Janeiro. Sebbene auspicabile, non è molto probabile che ciò possa contribuire a risolvere sostanzialmente il problema del futuro incremento delle riserve. Così come stanno le cose, non è stata trovata ancora un'alternativa all'attuale sistema monetario a cambio aureo; nè esiste un'idea molto chiara su come far funzionare tale sistema dato l'afflusso assai limitato di nuovo oro monetario.

Nel frattempo è verosimile che nel regolare i flussi dei pagamenti si continuerà a ricorrere agli espedienti dei crediti caso per caso e dei controlli diretti.

GABRIEL FERRAS
Direttore Generale

BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE

AL 31 MARZO 1967

BILANCIO AL

ATTIVO

IN FRANCHI ORO (UNITA' DI GR. 0,290 322 58 ...)

		<u>%</u>
Oro in barre e monetato	3.095.928.425	37,6
Cassa in contanti e in conto a vista presso banche ...	155.533.515	1,9
Buoni del Tesoro riscontabili	70.473.519	0,9
Effetti e titoli mobilizzabili a vista	74.223.807	0,9
Depositi vincolati e prestiti		
A 3 mesi al massimo	2.905.993.868	35,3
Da 3 a 6 mesi	272.963.858	3,3
Da 6 a 9 mesi	160.440.341	1,9
Da 9 a 12 mesi	<u>211.658.614</u>	2,6
	3.551.056.701	
Effetti e titoli vari		
In oro		
A 3 mesi al massimo	282.673.099	3,4
Da 3 a 6 mesi	95.114.787	1,2
Da 6 a 9 mesi	23.346.085	0,3
Da 9 a 12 mesi	19.012.096	0,2
In valute		
A 3 mesi al massimo	616.621.496	7,5
Da 3 a 6 mesi	130.732.607	1,6
Da 6 a 9 mesi	69.640.555	0,8
Da 9 a 12 mesi	17.314.479	0,2
Ad oltre un anno	<u>29.275.240</u>	0,4
	1.283.730.434	
Attività varie	1.050.115	0,0
Immobili ed arredi	1	0,0
	<u>8.231.996.517</u>	<u>100</u>
CONTI D'ORDINE		
a. Operazioni a termine su oro:		
Saldo netto: oro da ricevere (valute da consegnare)	471.594.422	
b. Fondi, effetti ed altri titoli amministrati o detenuti dalla Banca per conto terzi:		
Oro in custodia	1.283.031.174	
Saldi bancari	26.268.404	
Effetti ed altri titoli a custodia	677.697.186	

31 MARZO 1967

DI ORO FINO — ART. 5 DEGLI STATUTI)

PASSIVO

		%
Capitale		
Autorizzato ed emesso: 200.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna 500.000.000		
Liberato per il 25 %		125.000.000 1,5
Riserve		
Fondo di riserva legale		12.500.000
Fondo di riserva generale		13.342.650
		25.842.650 0,3
Depositi (in oro)		
Banche centrali		
Da 9 a 12 mesi		141.164.686 1,7
Da 6 a 9 mesi		237.859.991 2,9
Da 3 a 6 mesi		74.864.788 0,9
A 3 mesi al massimo		221.537.433 2,7
A vista		2.326.306.125 28,3
Altri depositanti		
Da 6 a 9 mesi		99.949.256 1,2
Da 3 a 6 mesi		89.601.231 1,1
A 3 mesi al massimo		103.436.255 1,3
A vista		266.489.919 3,3
		3.561.209.684
Depositi (in valute)		
Banche centrali		
Ad oltre un anno		16.220.264 0,2
Da 9 a 12 mesi		9.581.924 0,1
Da 6 a 9 mesi		52.408.796 0,7
Da 3 a 6 mesi		309.190.996 3,8
A 3 mesi al massimo		2.991.199.828 36,3
A vista		221.336.672 2,7
Altri depositanti		
A 3 mesi al massimo		290.699.118 3,5
A vista		18.942.037 0,2
		3.909.579.635
Effetti		
Da 3 a 6 mesi		2.327.358 0,0
A 3 mesi al massimo		291.067.560 3,5
		293.394.918
Partite varie		44.052.356 0,5
Conto profitti e perdite		41.917.274 0,5
Accantonamenti		
Accantonamento per contingenze		220.000.000
Accantonamento per costruzioni		11.000.000
		231.000.000
		<u>8.231.996.517</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 1967, nonchè 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, 3 maggio 1967

PRICE WATERHOUSE & Co.

CONTO PROFITTI E PERDITE

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1967

	Franchi oro
Interessi netti ed altri redditi	55.949.014
meno: Spese d'amministrazione:	
Consiglio d'amministrazione	141.428
Direzione e personale	7.101.620
Funzionamento degli uffici ed altre spese	1.631.479
8.874.527	
Avanzo netto delle operazioni	47.074.487
meno: Importi devoluti ai seguenti accantonamenti:	
per spese straordinarie d'amministrazione	200.000
per contingenze	3.800.000
per costruzioni	11.000.000
15.000.000	
UTILE NETTO per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1967	32.074.487
più: Riporto dall'esercizio precedente	9.842.787
TOTALE UTILE DISPONIBILE	41.917.274

RIPARTIZIONE DELL'UTILE DISPONIBILE

	Franchi oro
TOTALE UTILE DISPONIBILE, come sopra	41.917.274
Ripartito secondo l'articolo 53 degli Statuti, come segue:	
Let. b)	
Dividendo cumulativo di 37,50 franchi oro per azione	7.500.000
Saldo del dividendo cumulativo non dichiarato nella misura di 54,47 franchi oro per azione	10.894.000
18.394.000	
23.523.274	
Let. c) - 20% di 23.523.274	
Dividendo non cumulativo addizionale di 20,53 franchi oro per azione	4.106.000
Trasferimento al Fondo di riserva speciale per dividendi	598.655
4.704.655	
18.818.619	
Let. d) - 50% di 18.818.619	
Trasferimento al Fondo di riserva generale	9.409.310
9.409.309	
Let. f) - 50% di 18.818.619	
Trasferimento al Fondo di riserva speciale per dividendi	9.409.309
9.409.309	
-	
	-

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
Henri Deroy, Parigi
Dott. Donato Menichella, Roma
Sir Leslie O'Brien, Londra
Dott. Edwin Stopper, Zurigo
Per Åsbrink, Stoccolma

Sostituti

Dott. Paolo Baffi, oppure } Roma
Prof. Pietro Stoppani }
Bernard Clappier, oppure } Parigi
Marcel Théron }
C. J. Morse, 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