

**BANCA DEI
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

QUARANTESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1969 - 31 MARZO 1970

BASILEA

8 giugno 1970

INDICE

	Pagina
Introduzione	1
I. Rassegna delle tendenze e politiche economiche nel 1969-70	3
Sviluppi monetari internazionali (<i>p. 3</i>); prezzi e salari (<i>p. 8</i>); saggi d'interesse (<i>p. 10</i>); Stati Uniti (<i>p. 13</i>); Regno Unito (<i>p. 17</i>); Francia (<i>p. 19</i>); Germania (<i>p. 22</i>); Italia (<i>p. 25</i>); Giappone (<i>p. 27</i>); Canada (<i>p. 29</i>); Belgio (<i>p. 31</i>); Paesi Bassi (<i>p. 33</i>); Svezia (<i>p. 34</i>); Svizzera (<i>p. 36</i>); paesi dell'Europa orientale (<i>p. 37</i>), <i>Unione sovietica</i> (<i>p. 38</i>), <i>Polonia</i> (<i>p. 39</i>), <i>Germania orientale</i> (<i>p. 39</i>), <i>Cecoslovacchia</i> (<i>p. 39</i>), <i>Ungheria</i> (<i>p. 39</i>), <i>Romania</i> (<i>p. 40</i>), <i>Jugoslavia</i> (<i>p. 40</i>)	
II. Moneta, credito e mercati dei capitali	41
Formazione di attività liquide e credito bancario (<i>p. 41</i>); mercati nazionali dei capitali (<i>p. 46</i>); emissioni di obbligazioni estere ed internazionali (<i>p. 48</i>): <i>emissioni estere</i> (<i>p. 48</i>), <i>emissioni internazionali</i> (<i>p. 49</i>); andamento del credito nei singoli paesi: <i>Stati Uniti</i> (<i>p. 52</i>), <i>Regno Unito</i> (<i>p. 56</i>), <i>Canada</i> (<i>p. 60</i>), <i>Giappone</i> (<i>p. 62</i>), <i>Germania</i> (<i>p. 64</i>), <i>Italia</i> (<i>p. 67</i>), <i>Francia</i> (<i>p. 68</i>), <i>Belgio</i> (<i>p. 71</i>), <i>Paesi Bassi</i> (<i>p. 72</i>), <i>Svizzera</i> (<i>p. 74</i>), <i>Austria</i> (<i>p. 75</i>), <i>Svezia</i> (<i>p. 76</i>), <i>Danimarca</i> (<i>p. 79</i>), <i>Norvegia</i> (<i>p. 80</i>), <i>Finlandia</i> (<i>p. 81</i>), <i>Spagna</i> (<i>p. 83</i>), <i>Portogallo</i> (<i>p. 84</i>), <i>Jugoslavia</i> (<i>p. 84</i>)	
III. Scambi e pagamenti internazionali	86
Esportazioni mondiali (<i>p. 86</i>); esportazioni dei principali paesi industriali verso differenti aree (<i>p. 87</i>); bilance dei pagamenti (<i>p. 88</i>): <i>Stati Uniti</i> (<i>p. 90</i>), <i>Canada</i> (<i>p. 94</i>), <i>Giappone</i> (<i>p. 95</i>), <i>Europa occidentale</i> (<i>p. 97</i>), <i>Regno Unito</i> (<i>p. 97</i>), <i>Francia</i> (<i>p. 101</i>), <i>Germania</i> (<i>p. 103</i>), <i>Italia</i> (<i>p. 106</i>), <i>Unione economica Belgio-Lussemburgo</i> (<i>p. 108</i>), <i>Paesi Bassi</i> (<i>p. 109</i>), <i>Austria</i> (<i>p. 111</i>), <i>Svizzera</i> (<i>p. 112</i>), <i>Svezia</i> (<i>p. 114</i>), <i>Danimarca</i> (<i>p. 114</i>), <i>Norvegia</i> (<i>p. 115</i>), <i>Islanda</i> (<i>p. 116</i>), <i>Finlandia</i> (<i>p. 116</i>), <i>Portogallo</i> (<i>p. 117</i>), <i>Spagna</i> (<i>p. 118</i>)	
IV. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio	119
Produzione aurifera, mercati dell'oro e riserve auree (<i>p. 119</i>); riserve globali (<i>p. 125</i>); attivazione dei diritti speciali di prelievo (<i>p. 127</i>); movimenti monetari: <i>Stati Uniti</i> (<i>p. 129</i>), <i>Regno Unito</i> (<i>p. 131</i>), <i>Francia</i> (<i>p. 133</i>), <i>Germania</i> (<i>p. 134</i>), <i>Italia</i> (<i>p. 136</i>), <i>Belgio</i> (<i>p. 137</i>), <i>Paesi Bassi</i> (<i>p. 138</i>), <i>Svezia</i> (<i>p. 138</i>), <i>Svizzera</i> (<i>p. 139</i>), <i>Austria</i> (<i>p. 140</i>), <i>Danimarca</i> (<i>p. 140</i>), <i>Finlandia</i> (<i>p. 140</i>), <i>Norvegia</i> (<i>p. 140</i>), <i>Portogallo</i> (<i>p. 141</i>), <i>Spagna</i> (<i>p. 141</i>), <i>Canada</i> (<i>p. 141</i>), <i>Giappone</i> (<i>p. 141</i>); operazioni del Fondo monetario internazionale (<i>p. 142</i>); mercati dei cambi (<i>p. 144</i>): <i>la sterlina</i> (<i>p. 144</i>), <i>il marco tedesco</i> (<i>p. 146</i>), <i>il franco svizzero</i> (<i>p. 147</i>), <i>il franco francese</i> (<i>p. 148</i>), <i>la lira italiana</i> (<i>p. 149</i>), <i>il franco belga</i> (<i>p. 149</i>), <i>il fiorino olandese</i> (<i>p. 150</i>), <i>il dollaro canadese</i> (<i>p. 151</i>), <i>altri sviluppi valutari</i> (<i>p. 152</i>)	
V. Il mercato delle eurodivise	157
Posizioni globali sull'estero (<i>p. 161</i>); fonti e impieghi dell'eurodollaro (<i>p. 165</i>); andamento dei saggi d'interesse (<i>p. 174</i>)	

VI. L'Accordo monetario europeo 177

Proroga dell'Accordo (*p. 177*); operazioni in base all'Accordo: *Fondo europeo* (*p. 177*), *Sistema multilaterale di regolamenti* (*p. 179*); situazioni dei conti (*p. 181*); amministrazione dell'Accordo monetario europeo (*p. 183*)

VII. Attività della Banca 184

Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (*p. 184*); operazioni del Dipartimento bancario (*p. 184*): *composizione delle risorse* (*p. 186*), *utilizzo delle risorse* (*p. 189*); le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (*p. 192*); la Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la CEECA (*p. 194*); la Banca come Agente dell'OCSE (Accordo monetario europeo) (*p. 196*); modificazione dello Statuto della Banca e adeguamento del suo capitale e delle sue riserve (*p. 196*); distribuzione dell'utile netto (*p. 198*); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione (*p. 200*)

Conclusione 201

* *
*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1970.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

Pagina

I. Rassegna delle tendenze e politiche economiche nel 1969-70

Prezzi e salari*	9
Saggi a breve e a lungo termine*	12
Offerta e usi delle risorse	20
Economia dei paesi dell'Europa orientale:	
Reddito nazionale, produzione industriale ed agricola	38

II. Moneta, credito e mercati dei capitali

Sistema bancario: Situazione monetaria	42
Saggi ufficiali di sconto	45
Mercati dei capitali: Emissioni (al netto)	47
Emissioni estere e internazionali di obbligazioni:	
Offerte pubbliche e collocamenti privati	49
Emissioni obbligazionarie internazionali*	50
Rendimenti delle obbligazioni in dollari SU e DM*	51
Stati Uniti: Velocità di circolazione della moneta e variazioni nel flusso di fondi*	54
Regno Unito: Variazioni nel risparmio, negli investimenti e nelle attività e passività finanziarie	58
Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie	63
Germania: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie	65
Svezia: Flussi creditizi netti	78

III. Scambi e pagamenti internazionali

Commercio mondiale	86
Paesi industriali; Aumento delle esportazioni verso differenti aree	87
Bilance dei pagamenti:	
Principali paesi industriali	89
Stati Uniti	92
Canada	95
Giappone	96
Regno Unito	98
Francia	101
Germania	104
Italia	107
Unione economica Belgio-Lussemburgo	108
Paesi Bassi	110
Paesi dell'Europa occidentale	113

IV. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio

Produzione mondiale di oro	119
Usi dell'oro (stime)	120
Prezzo dell'oro in barre sul mercato di Londra*	122
Riserve mondiali di oro	123
Variazioni nelle riserve globali	125
Composizione delle variazioni nelle riserve globali	126
Movimenti monetari esterni:	
Stati Uniti	130
Regno Unito	131
Francia	133
Germania	134
Paesi dell'Europa continentale, Canada e Giappone	135
Fondo monetario internazionale: Prelievi e riacquisti	143
Quotazioni della sterlina, del DM e del franco svizzero per il dollaro SU*	145
Quotazioni del franco francese, della lira, del franco belga e del fiorino per il dollaro SU	148

V. Il mercato delle eurodivise

Effetti sulle bilance dei pagamenti dei flussi di eurodollari nel 1969 (stime)	158
Espansione del mercato dell'eurodollaro*	160
Banche dichiaranti: Passività e attività a breve verso non residenti	163
Banche europee dichiaranti: Posizioni in dollari verso non residenti	164
Banche commerciali di dieci paesi:	
Passività e attività a breve in alcune valute estere verso non residenti	166
Passività e attività a breve in alcune valute estere verso non residenti, escluse le posizioni verso il paese di emissione della relativa valuta	167
Banche europee dichiaranti: Posizioni in dollari verso non residenti	169
Dimensione del mercato dell'eurodollaro (stime)	171
Saggi d'interesse sui depositi in dollari a Londra e Nuova York*	173
Margini di arbitraggi sui saggi d'interesse*	174

VI. L'Accordo monetario europeo

Utilizzo dei crediti concessi dal Fondo europeo	178
Pagamenti effettuati in base al Sistema multilaterale di regolamenti	180
Riassunto delle situazioni dei conti del Fondo europeo	181

VII. Attività della Banca

Totali annuali del bilancio	185
Conti d'ordine	185
Passivo*	186
Composizione delle risorse	187
Origine delle risorse ricevute in prestito	187
Natura e termini delle risorse ricevute in prestito	188

	Pagina
Posizione in oro	189
Cassa e altri investimenti	189
Attivo*	190
Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine	191
Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes)	192
Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young)	194
Prestito internazionale del Governo austriaco 1930	194
Prestiti garantiti della CECA	195

QUARANTESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ANNUALE

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, l' 8 giugno 1970.

Signori,

ho l'onore di presentare la quarantesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1969 e terminato il 31 marzo 1970.

Nel corso dell'anno finanziario sono state debitamente poste in esecuzione le decisioni adottate dall'Assemblea generale straordinaria del 9 giugno 1969 in merito all'aumento di capitale della Banca e agli emendamenti del suo Statuto. Il capitale autorizzato è stato pertanto portato da 500 milioni di franchi oro, costituito da una singola "tranche" di 200.000 azioni, tutte dello stesso valore-oro nominale, a 1.500 milioni di franchi oro divisi in tre "tranches", ciascuna di 200.000 azioni, tutte dello stesso valore-oro nominale. In aggiunta alla prima "tranche" di 200.000 azioni già emesse e liberate nella misura del 25 %, l'intera seconda "tranche" di 200.000 nuove azioni, liberate nella stessa proporzione con i fondi propri della Banca, è stata ora emessa; queste nuove azioni sono state offerte in sottoscrizione agli azionisti, in conformità della decisione presa nel giugno 1969, sulla base di una nuova azione per ogni azione della prima "tranche" registrata a loro nome. Per quanto riguarda la terza "tranche" di 200.000 nuove azioni, le quali sono tutte riservate alle banche centrali, il 2 gennaio 1970 ne sono state sottoscritte 48.325, liberate nella misura del 25 %. I particolari delle variazioni che si sono verificate nella struttura del capitale della Banca sono descritti nel capitolo VII della presente Relazione.

Dopo aver dedotto gli importi trasferiti agli accantonamenti, l'utile netto ammonta a 83.179.570 franchi oro in confronto di 45.000.000 di franchi oro dell'anno finanziario precedente.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto emendato della Banca, l'Assemblea generale decida di destinare l'importo di 23.179.570 franchi oro al pagamento del dividendo globale di 56,25 franchi oro per azione, costituito per 37,50 franchi oro dal dividendo del 6% e per 18,75 franchi oro dal massimo dividendo addizionale del 3%. Il dividendo globale sarà pagabile per l'intero anno finanziario sulle 400.000 azioni emesse della prima e seconda "tranche" e per un quarto dell'anno finanziario sulle 48.325 azioni emesse della terza "tranche".

Il Consiglio raccomanda inoltre di trasferire un importo di 30 milioni di franchi oro al Fondo di riserva generale, di 12 milioni di franchi oro al Fondo di riserva speciale per dividendi e di 18 milioni di franchi oro al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'anno finanziario 1969-70 ammonterà a 56,25 franchi oro per azione sulle 400.000 azioni emesse della prima e seconda "tranche" e a 14,0625 franchi oro sulle 48.325 azioni emesse della terza "tranche". Questi importi saranno pagabili agli azionisti il 1° luglio 1970, nella misura, rispettivamente, di 80,40 franchi svizzeri e 20,10 franchi svizzeri per azione e, per gli azionisti che hanno conservato le nuove azioni della seconda "tranche" alle quali avevano diritto, quest'anno il dividendo ammonterà a 112,50 franchi oro, ossia a 160,80 franchi svizzeri, per ogni due azioni detenute, invece che a 75 franchi oro, ossia a 107,15 franchi svizzeri, da loro ricevuti lo scorso anno per ogni singola azione a quel tempo posseduta.

Il capitolo I della presente Relazione esamina le tendenze e le politiche economiche in Europa e negli Stati Uniti, nel Canada e nel Giappone nel 1969 e nei primi mesi del 1970. I tre capitoli successivi passano in rassegna gli sviluppi verificatisi in diversi paesi nei seguenti settori: credito, pagamenti internazionali, produzione aurifera, riserve monetarie e tassi di cambio. Il quinto capitolo presenta una disamina degli eventi occorsi sul mercato delle eurodivise e nel sesto vengono descritte le operazioni dell'Accordo monetario europeo. Nel capitolo VII si fa cenno della funzione che la Banca svolge nel promuovere la cooperazione fra banche centrali, sono esposte le operazioni correnti della Banca e figura un resoconto delle funzioni che la Banca adempie per conto della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, nonchè quale Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali.

I. RASSEGNA DELLE TENDENZE E POLITICHE ECONOMICHE NEL 1969-70.

Nella maggior parte dei paesi industriali durante lo scorso anno il saggio di espansione dell'attività economica si è fatto più rapido e l'aumento della produzione globale ha superato quello verificatosi nel precedente periodo di dodici mesi. Le principali eccezioni a questo andamento sono costituite dagli Stati Uniti e dal Regno Unito: nel primo paese l'attività economica è stata rallentata dalle misure restrittive per attenuare la morsa dell'inflazione; nel secondo, l'obiettivo dei provvedimenti intesi al contenimento è consistito nell'assicurare un notevole miglioramento dei conti con l'estero.

Tuttavia, l'attenzione si è polarizzata, in generale, non sulle tendenze della produzione, bensì sull'atmosfera febbrile che ha caratterizzato la situazione. A creare questo clima ha contribuito lo stato di crisi che, talvolta, ha prevalso nella situazione monetaria internazionale, sebbene fortunatamente all'inizio del corrente anno sia stata ristabilita la calma. Un secondo elemento è dato dalla forte inflazione di salari e prezzi esistente in quasi tutti i paesi, la quale continua a rappresentare un grosso problema. Si è assistito, inoltre, alla spirale ascendente dei saggi d'interesse sui mercati interni e internazionali, il cui movimento si è invertito finora soltanto in misura modesta. Questi sviluppi hanno costituito lo sfondo comune alla situazione dei singoli paesi.

Sviluppi monetari internazionali.

Nei primi mesi del 1969 i mercati dei cambi si trovavano tuttora sotto l'influenza di fattori che li avevano perturbati l'anno prima. Le decisioni delle autorità francesi e tedesche, nel novembre 1968, di mantenere le parità esistenti delle loro monete consentirono di superare il clima di crisi, ma non furono in grado di dissipare le aspettative del mercato che, a un certo momento, si sarebbe reso necessario un nuovo allineamento dei tassi di cambio. A sostegno di questa opinione vi era il fatto che il saldo passivo della bilancia dei pagamenti della Francia e l'avanzo della bilancia corrente della Germania continuavano ad essere notevoli. Anche le prospettive per la sterlina sembravano tuttora incerte; dopo oltre un anno dalla svalutazione, la bilancia commerciale del Regno Unito registrava ancora un cospicuo deficit e le partite correnti erano riuscite a conseguire appena un modestissimo avanzo.

Oltre a questi elementi di debolezza ereditati dagli anni precedenti, sui mercati dei cambi influi sfavorevolmente il massiccio ricorso al mercato del l'eurodollaro da parte delle banche SU. L'assorbimento di fondi esteri consolidò la posizione di mercato del dollaro, ma provocò tensioni rispetto a numerose valute europee o aggravò quelle esistenti.

Durante la prima parte del 1969 si verificarono tensioni pure sul mercato dell'oro. Parzialmente esse furono il riflesso di preoccupazioni monetarie, soprattutto per il franco francese. Ma, in aggiunta, era poco favorevole il rapporto fra la domanda e l'offerta di metallo. Avendo il Sud Africa conseguito un notevole saldo attivo nei suoi conti con l'estero durante il 1968 e il primo trimestre del 1969, questo paese ha convogliato quasi \$800 milioni della sua produzione corrente di oro alle proprie riserve, riducendo così drasticamente le vendite di metallo di nuova produzione sul mercato. Tra il novembre 1968 e il marzo 1969 il prezzo sul mercato dell'oro è passato da circa \$39 a quasi \$44; dato il premio rispetto al prezzo ufficiale dell'oro vi fu un notevole assorbimento del quantitativo posseduto dalla speculazione.

Nell'aprile 1969 scoppiò una nuova crisi sui mercati dei cambi. La rinuncia alla carica da parte del generale de Gaulle sottopose il franco francese ad un'accresciuta pressione e questo fatto fu seguito quasi immediatamente da una nuova ondata di voci circa un'imminente rivalutazione del marco tedesco. Verso la fine di aprile ed ai primi di maggio affluirono in Germania fondi per poco più di \$4 miliardi. L'entrata di capitali si arrestò all'annuncio, dato il 9 maggio, che non si sarebbe proceduto ad alcun mutamento nella parità del DM. Questa comunicazione provocò una certa uscita di fondi, ma la maggior parte dei capitali affluiti precedentemente rimasero in Germania e la situazione di fondo del mercato continuò a presentare una mancanza di stabilità.

Un primo passo per eliminare le cause fondamentali delle perturbazioni venne compiuto l'8 agosto, quando il governo francese svalutò il franco dell'11,1%; questo provvedimento fu rapidamente seguito dall'introduzione di un programma di stabilizzazione interna. L'operazione venne sostenuta da un accordo, su base "stand-by", concluso con il FMI per l'importo di \$1 miliardo, nonché con l'aumento delle facilitazioni messe a disposizione della Francia dalle banche centrali dopo la crisi valutaria del novembre 1968.

Le pressioni sul franco si attenuarono sensibilmente per il resto dell'agosto. Ma, intanto, ci si stava avvicinando alla data fissata per le elezioni nella Repubblica federale tedesca e, in settembre, sui mercati dei cambi si manifestarono nuovi sintomi di perturbazione dovuti alla possibilità che il marco venisse rivalutato dopo le elezioni. Soprattutto nella settimana che le precedette, la Bundesbank si trovò a dovere acquistare dollari dal mercato su scala sempre più vasta e, allo scopo di evitare un "venerdì nero", il 25 settembre si procedette alla chiusura del mercato dei cambi di Francoforte. La domenica seguente, i risultati delle elezioni misero in evidenza che nelle settimane successive sarebbe stato probabilmente formato un governo favorevole alla rivalutazione, sicché il problema che urgeva risolvere era quello di controllare la situazione fino a quando si fosse potuta prendere una decisione definitiva circa la parità. La soluzione più pratica per la Bundesbank consistette nel sospendere i suoi acquisti di dollari al limite superiore d'intervento. Era una mossa tatticamente eccellente, sia perchè il mercato sarebbe stato in grado di contenere il movimento ascendente del cambio entro limiti ragionevoli, sia perchè altre valute sarebbero state alleviate dalle pressioni della speculazione sulla nuova parità. Il marco tedesco si rivalutò immediatamente

di circa il 5% e, nelle prime settimane successive, la Bundesbank cedette, all'incirca a quel prezzo, persino dollari al mercato per soddisfare la domanda di rimpatrio di fondi esteri. Poi, il 27 ottobre, entrò in vigore una nuova parità comportante una rivalutazione del 9,3%. Questa decisione, sebbene sia stata seguita da movimenti effimeri di fondi attraverso i mercati dei cambi nell'aspettativa che qualche altra valuta europea potesse venire rivalutata, rappresentò, di fatto, la seconda e più importante misura per il miglioramento della situazione monetaria internazionale.

Durante le quattro settimane circa che precedettero la rivalutazione ufficiale del DM si era già verificato un deflusso di fondi dalla Germania verso altri paesi per l'importo di \$1 miliardo. Il ritmo dell'esodo andò ulteriormente accelerandosi dopo il 27 ottobre e, alla fine dell'anno, le uscite avevano di alquanto superato le entrate registrate nei primi nove mesi. Come conseguenza, in ampia misura, di questi deflussi di fondi, i termini di pagamento di molti altri paesi beneficiarono di un sensibile miglioramento. Della rivalutazione del marco si giovarono notevolmente, in particolare, le riserve francesi e britanniche. In entrambi i casi questi vantaggi vennero consolidati da un miglioramento nella posizione di fondo delle bilance dei pagamenti. Nel terzo trimestre del 1969 la bilancia commerciale britannica era migliorata in misura sufficiente per presentare un cospicuo avanzo nei conti merci e servizi considerati globalmente. Nel caso francese, verso la fine dell'anno si notarono sintomi che il deficit commerciale stava reagendo alla svalutazione e al relativo programma di stabilizzazione. Inoltre, il fatto che le eccedenze valutarie del Regno Unito e della Francia consentirono, ad entrambi i paesi, di ridurre notevolmente il loro indebitamento ufficiale a breve, contribuì al ritorno della fiducia.

Nel frattempo, e prima che il marco tedesco cominciasse ad apprezzarsi, il prezzo sul mercato libero dell'oro era sceso sensibilmente dalla punta toccata in marzo di quasi \$44 per oncia a poco più di \$40,5 alla fine di settembre, poichè diversi fattori agivano per migliorare il rapporto fra domanda e offerta sul mercato. Innanzitutto, le vendite di oro sul mercato da parte del Sud Africa cominciarono a superare la produzione corrente di metallo quando l'andamento della sua bilancia dei pagamenti s'invertì e questa da attiva divenne passiva. In secondo luogo, l'aumento dei saggi d'interesse per l'eurodollaro significava che il possesso di oro presentava un costo elevatissimo per determinate categorie di detentori, proprio quando le posizioni del dollaro sia sul mercato sia sotto l'aspetto delle riserve si erano consolidate notevolmente. Da ultimo, la ratificazione, verso la fine di luglio, del progetto dei DSP e la probabilità che esso sarebbe entrato presto in funzione su vasta scala lasciavano prevedere un'attenuazione della penuria di altre riserve ufficiali, soprattutto di oro.

Date queste condizioni, e poichè alcuni detentori europei avevano accumulato cospicue scorte di oro precedentemente nell'anno, il ritorno della fiducia nelle monete dopo la rivalutazione del marco tedesco costituì un altro disincentivo a detenere oro per gli investitori che disponevano di alternative allettanti. A partire dalla metà di ottobre i venditori prevalsero nettamente sugli acquirenti e, in poco meno di due mesi, il prezzo sul mercato dell'oro scese alla parità ufficiale di \$35.

A questo punto, un anno ricco di eventi si chiuse con un accordo stipulato fra il Sud Africa e il FMI. La sua caratteristica essenziale consiste in ciò, che il Fondo s'impegna ad acquistare oro di nuova produzione dal Sud Africa, allo scopo di consentire a questo paese di far fronte alle necessità dei suoi pagamenti esterni, in qualsiasi momento in cui il prezzo di mercato sia pari o inferiore a \$35 per oncia di fino. In seguito a questo annuncio, il quale sembrava fissare un livello minimo di \$35 al prezzo che il Sud Africa avrebbe ricevuto per il suo oro, sebbene non necessariamente a quello di mercato, nel gennaio 1970 le quotazioni di mercato sono effettivamente scese, per alcuni giorni, alquanto al disotto di \$35, toccando un minimo di \$34,75. Dalla fine di gennaio alla metà di marzo il prezzo ha oscillato intorno alla parità, quantunque da allora sia cresciuto moderatamente. Durante i primi tre mesi del 1970, il FMI ha acquistato oro dal Sud Africa per un importo equivalente a circa \$285 milioni.

Un altro aspetto della situazione monetaria internazionale riguarda l'utilizzo delle facilitazioni creditizie ufficiali. Negli ultimi anni la variazione nelle riserve di oro e dollari dei paesi sono state spesso, sebbene non sempre, abbastanza modeste considerata l'entità dei saldi attivi o passivi della loro bilancia dei pagamenti. Il finanziamento ufficiale ha avuto luogo in ampia misura attraverso la rete di accordi di riporto creata dal Sistema della Riserva federale, le altre facilitazioni creditizie concesse dalle banche centrali e le variazioni nelle posizioni FMI dei paesi. Gli eventi dello scorso anno mettono in evidenza la durevole importanza di queste facilitazioni creditizie internazionali. Spesso i debiti sono stati rimborsati dopo breve tempo, in armonia con lo scopo delle facilitazioni accordate dalle banche centrali, ma sino alla fine del terzo trimestre del 1969 i prelievi dall'assistenza ufficiale hanno creato cospicue posizioni debitorie e creditorie per alcuni paesi. Le recenti variazioni nella situazione dei conti verso l'estero di Francia, Germania e Regno Unito hanno, tuttavia, molto opportunamente ridotto le posizioni stesse.

Nei primi otto mesi dello scorso anno il Regno Unito, per esempio, aveva potuto dare un buon avvio alla liquidazione del suo indebitamento ufficiale verso l'estero, sebbene avesse dovuto di nuovo effettuare prelievi dall'assistenza finanziaria messa a sua disposizione dalle banche centrali durante le crisi valutarie di maggio e agosto-settembre. Tuttavia, dopo la rivalutazione del marco tedesco la posizione s'invertì in modo drammatico. Oltre al cospicuo avanzo della bilancia dei pagamenti di base, il mutamento nei termini di pagamento fu assai favorevole per la sterlina, ciò che consentì di ridurre considerevolmente la consistenza della sua posizione debitoria. In complesso, dall'inizio del 1969 alla fine del primo trimestre del 1970, la posizione netta negativa delle riserve del Regno Unito, compreso il suo indebitamento a medio termine verso il FMI, era stata ridotta da £2.354 a 525 milioni. Un simile miglioramento non sarebbe stato neppure immaginabile all'inizio del 1969.

Nel caso della Francia, il deficit netto ufficiale verso l'estero ammontò a \$1,3 miliardi nei primi nove mesi del 1969; di questo importo, \$1,1 miliardi vennero finanziati con l'assistenza prestata da banche centrali e il ricorso al FMI. Quando, successivamente, la posizione francese cominciò a migliorare, i rimborsi

netti di debiti esteri superarono effettivamente l'avanzo del settore ufficiale sull'estero, sicchè le riserve, al lordo, registrarono una modesta contrazione. L'assistenza offerta da banche centrali è stata integralmente rimborsata, sia pure con l'aiuto di prelievi eseguiti sulle facilitazioni messe a disposizione dal FMI.

L'altra faccia della medaglia, per così dire, viene offerta dal caso della Germania. Con il saldo attivo sull'estero accumulato precedentemente e in seguito all'afflusso di capitali di natura speculativa, all'inizio del 1969 la Germania si era creata notevoli posizioni creditorie attraverso la concessione di assistenza ad altre banche centrali, nel FMI e in averi di obbligazioni stilate in DM emesse dal Tesoro SU. Durante il periodo gennaio-settembre la sua posizione creditoria aumentò, dato che un'aliquota notevole dell'avanzo di \$1,9 miliardi, registrato in conto operazioni ufficiali, venne ricanalizzata, sia direttamente sia tramite la BRI, verso paesi la cui moneta si trovava sotto pressione. Indi, nei sei mesi successivi all'abbandono della vecchia parità di cambio del DM, mentre il suo disavanzo in conto operazioni ufficiali era salito a \$4,5 miliardi, alla Germania fu rimborsato il grosso dei crediti precedentemente accordati a banche centrali e, in aggiunta, essa prelevò \$1,1 miliardi del suo credito accumulato presso il FMI e cedette \$0,8 miliardi dei suoi averi in titoli stilati in DM ed emessi dal Tesoro SU. Poichè se lo potevano permettere, le autorità tedesche subirono la massiccia perdita di riserve con opportuno sangue freddo.

L'importanza delle variazioni esposte sopra sta nel fatto che esse hanno determinato una migliore distribuzione delle riserve in generale. Gli Stati Uniti hanno partecipato a questa redistribuzione non soltanto con il cospicuo avanzo in conto regolamenti ufficiali, conseguito nel 1969, ma anche con la migliore composizione delle proprie riserve che ha consolidato la loro posizione. Il rimborso di obbligazioni in DM alla Germania è già stato citato. Gli averi ufficiali degli Stati Uniti in sterline e in franchi francesi si contrassero pure in misura assai considerevole in seguito a rimborsi di assistenza finanziaria precedentemente accordata. Di fatto, il totale delle riserve valutarie ufficiali americane si è ridotto tra la fine di settembre 1969 e la fine di marzo 1970 di \$1,8 miliardi, nonostante i cospicui prelievi che l'Italia ha effettuato all'inizio del 1970 sulle sue facilitazioni di riporto stipulate con la Riserva federale. D'altra parte, nei sei mesi citati, la posizione delle riserve SU nel FMI è aumentata ulteriormente di \$0,8 miliardi; alla fine del marzo 1970 essa aveva raggiunto il livello di quasi \$2,6 miliardi, cioè superava di \$2,3 miliardi il minimo toccato a fine 1966. La posizione delle riserve americane è stata inoltre consolidata da un'espansione delle riserve auree che, nell'anno dall'aprile 1969 al marzo 1970, sono cresciute di \$1,1 miliardi.

Altri esempi recenti, i quali mettono in evidenza l'importanza che hanno rivestito le facilitazioni creditizie nell'afflusso e deflusso di fondi all'interno del sistema, comprendono i prelievi belgi e olandesi dalle loro linee di credito stipulate con il Sistema della Riserva federale e i successivi rimborsi prima e dopo la rivalutazione del marco tedesco. In complesso, nel 1969 i paesi associati degli Stati Uniti hanno eseguito prelievi lordi dalle loro facilitazioni creditizie in essere con la Riserva federale per \$2,4 miliardi e rimborsi lordi per \$3,4 miliardi. I prelievi lordi effettuati dagli Stati Uniti presso paesi associati sono ammontati a \$0,7 miliardi e i rimborsi lordi sono stati della stessa entità.

All'inizio di febbraio 1970 sono state create facilitazioni per l'assistenza a breve fra le banche centrali della Comunità economica europea. Le facilitazioni stabilite in questa prima fase ammontano a \$1 miliardo, così ripartite: Germania e Francia, il 30 % ciascuna, Italia, il 20 % e Belgio e Paesi Bassi, il 10 % ognuno. Qualsiasi banca centrale partecipante, la cui moneta venga a trovarsi sottoposta a pressioni avrà il diritto di utilizzare l'intero importo della sua quota sotto forma di crediti a tre mesi rinnovabili che le sono accordati dai suoi associati nella Comunità. E' previsto, inoltre, un sistema per l'estensione delle posizioni debitorie e creditorie, per un ammontare massimo che è pure stato fissato in \$1 miliardo, sicché in caso di necessità sarà possibile concedere crediti supplementari, a qualunque banca centrale partecipante, oltre e al disopra della sua quota. La BRI agisce in qualità di Agente del sistema.

Prezzi e salari.

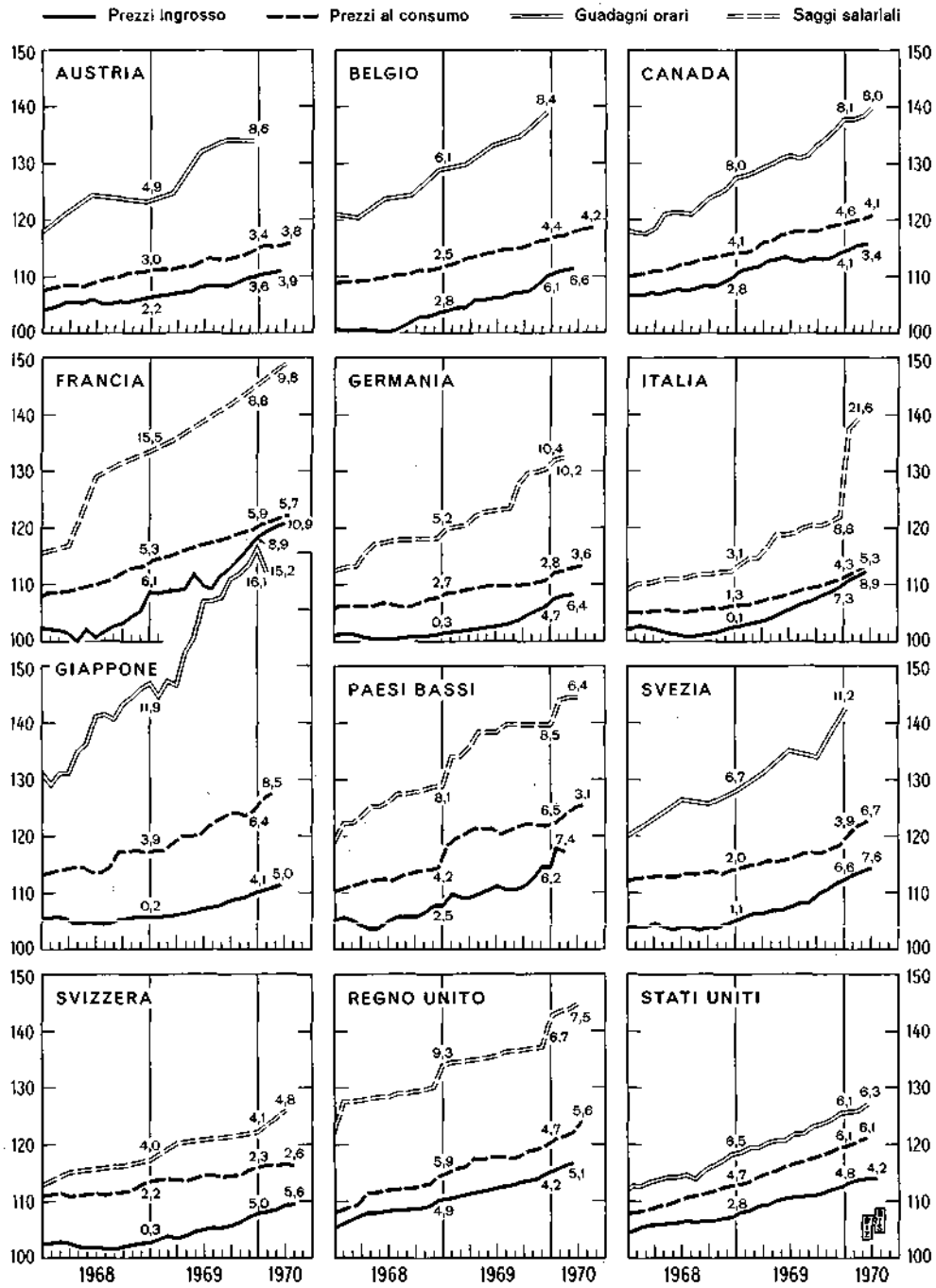
La serie di grafici alla pagina a lato illustra l'ampiezza con cui si è propagato il movimento di rapido aumento dei prezzi e quello ancora più veloce dei salari, movimenti che hanno costituito la caratteristica dello scorso anno e continuano tuttora. Con pochissime eccezioni, il saggio di espansione ha superato quello dei dodici mesi precedenti; gli incrementi degli indici dei prezzi al consumo si sono aggirati sul 5 %, mentre per i salari l'aumento tipico è stato di circa l'8 %. Perciò, il ritmo è stato nettamente superiore a quello di un'inflazione strisciante.

In una certa misura l'aumento generale degli indici dei prezzi ingrosso, verificatosi lo scorso anno, è dovuto a incrementi dei prezzi internazionali delle materie prime, soprattutto di quelli dei metalli non ferrosi, in seguito alla domanda assai sostenuta del settore industriale. In maggior misura, tuttavia, la fisionomia comune alle tendenze dei prezzi e dei salari non ha rispecchiato una similarità comparabile fra le condizioni economiche fondamentali o il risultato di semplici rapporti meccanici fra la domanda e l'offerta. Ma gli aumenti di prezzi e salari si sono trasmessi da paese a paese in vario modo, intrecciandosi con situazioni particolari esistenti nei singoli paesi.

Con un'ampia generalizzazione si può dire che la domanda in eccesso ha costituito il fattore dominante in circa metà dei paesi, fra cui spiccano Giappone, Germania, Svezia e Paesi Bassi. Anche gli Stati Uniti rientrano in questo gruppo, sebbene verso la fine dello scorso anno la domanda vi fosse diminuita; il continuo incremento di prezzi e salari riflette il consueto effetto ritardato dopo un periodo di domanda in eccesso e la quasi inevitabile tendenza di ogni vasta ondata di rivendicazioni salariali a non esaurirsi nonostante le mutate condizioni sul mercato del lavoro. Anche in Svizzera la pressione della domanda sulle risorse è stata intensa, quantunque i citati sintomi dell'inflazione siano stati meno marcati. I salari nell'ambito dell'intera economia sono probabilmente cresciuti in misura superiore a quanto risulta dal relativo indice.

Negli altri paesi l'elemento principale è stato, di recente, la spinta dei salari per lo più senza la complicazione della domanda in eccesso. A loro volta, più elevati salari monetari stimolano la domanda, compresa quella per l'importa-

Prezzi e salari.
Indici: 1965 = 100.



N° 1569

Nota: I dati indicano le variazioni percentuali verificatesi nel corso di dodici mesi.

zione di qualsiasi merce estera il cui prezzo sia cresciuto meno delle analoghe merci nazionali. I forti balzi registrati recentemente, in Italia e nel Regno Unito, nel saggio di incremento dei salari sono chiari esempi della forza del potere di contrattazione senza il concorso, o quasi, di altri fattori. In Francia si sono manifestate le conseguenze della spirale salari-prezzi dell'anno precedente; mentre il cospicuo aumento salariale, concesso nel 1968, diede inizio alla spirale, il successivo incremento del costo della vita ha creato la base per nuove rivendicazioni. Come di consueto, anche la svalutazione contribuì a creare una mentalità inflazionistica, oltre a influire direttamente sui prezzi all'importazione. Per contro, la rivalutazione ha avuto carattere antinflazionistico per la Germania, ma l'aumento diretto dei prezzi delle merci importate dalla Germania è stato effettivo per i paesi limitrofi, i cui scambi si svolgono per un'elevata aliquota con la Repubblica federale.

Vi sono altri fattori che aiutano a rendere contagiosa l'inflazione. Data l'avanzata integrazione delle economie, quale esiste nei paesi dell'Europa continentale, la politica dei prezzi seguita da imprese aventi posizione dominante nei mercati esercita una funzione importante nel diffondere gli aumenti fra le industrie e fra le aree geografiche. In numerosi paesi poi l'atteggiamento delle forze di lavoro è stato influenzato da aumenti e persino da livelli salariali di paesi contigui, come si è potuto osservare lo scorso anno soprattutto in Canada ed in Belgio.

E' quindi più facile rilevare che l'atmosfera internazionale è stata propensa all'inflazione che dare di essa una semplice spiegazione. Certo, un fatto importante è stato spesso l'insuccesso nell'arrestare l'eccessiva espansione della domanda nella fase iniziale, con la conseguenza che la persistente pressione sul mercato del lavoro ha portato ad una sensibile espansione delle richieste per miglioramenti salariali. Un altro elemento, peraltro, risiede nel fatto che il rinnovo dei contratti di lavoro nei settori chiave tende a costituire un paradigma per tutta una serie di trattative salariali e che gli aumenti si propagano alle forze di lavoro di altri settori più per ragioni sociali che economiche. Poi, quando il costo della vita è salito, si è dato più o meno per scontato da entrambe le parti partecipanti alle contrattazioni salariali che gli incrementi dei prezzi fossero compensati da salari più elevati, aggiungendovi ancora qualcosa. Nemmeno la situazione della domanda di mano d'opera sembra aver esercitato un'influenza precisa sull'entità di questo margine addizionale.

Saggi d'interesse.

C'era da attendersi, lo scorso anno, che il clima d'inflazione e le misure monetarie restrittive adottate in numerosi paesi per combatterlo avrebbero finito col provocare un aumento dei saggi d'interesse sul piano internazionale. Tuttavia, l'ampiezza di questo movimento e l'alto livello raggiunto dai saggi su molti mercati non hanno confronti moderni. Vi sono stati naturalmente fattori speciali che hanno colpito determinati paesi, ma i canali internazionali attraverso i quali l'aumento dei saggi si è andato intensificando erano assai più diretti che quelli legati a prezzi e salari.

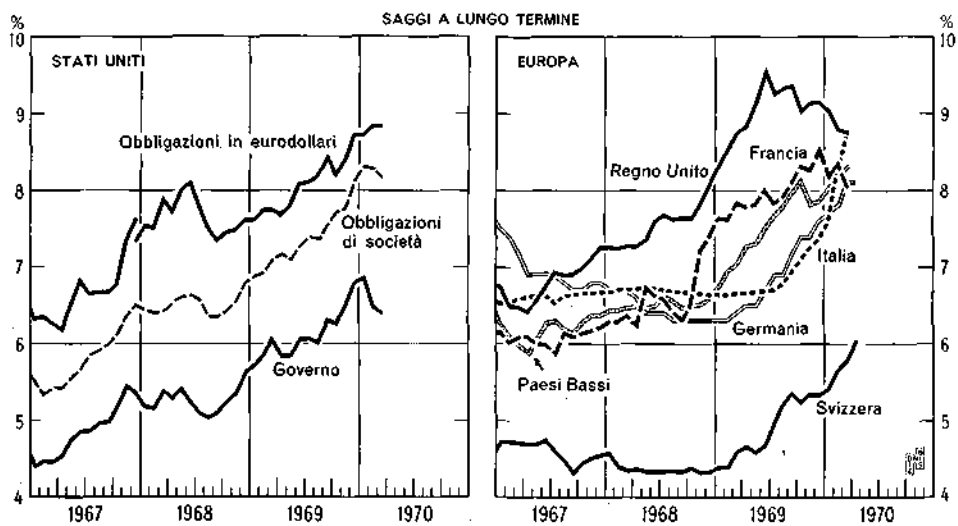
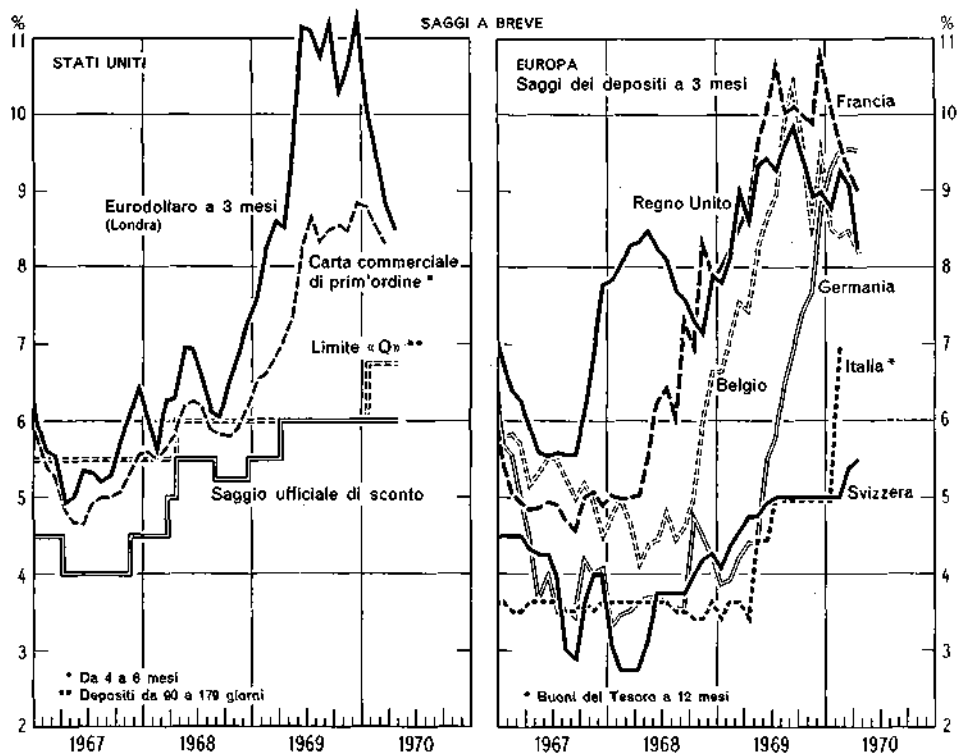
Per la maggior parte del 1968 i saggi d'interesse sono generalmente rimasti stazionari a livelli non inconsueti in rapporto alle prevalenti condizioni economiche. I saggi per la sterlina costituivano un'eccezione, in quanto il saggio ufficiale di sconto era stato portato all'8% per sostenere la svalutazione della moneta, e anche i saggi sul mercato di Parigi erano stati aumentati sensibilmente dopo le perturbazioni sociali verificatesi nel maggio-giugno, allo scopo di contribuire a limitare la fuga di capitali. Ma verso la fine del 1968 i saggi d'interesse balzarono all'insù, nel momento in cui negli Stati Uniti le autorità avevano inaugurato una politica monetaria restrittiva. Dal dicembre 1968 alla primavera del 1970 i saggi ufficiali di sconto dei paesi OCSE registrarono trentanove incrementi, quasi metà dei quali consistenti in rialzi di non meno di un punto o più. Le variazioni hanno rappresentato in taluni casi adeguamenti alle condizioni del mercato interno e, in altri, un mezzo per allineare il mercato interno a livelli esterni nei saggi. I mutamenti manifestavano la tendenza a presentarsi in gruppo, rispecchiando la loro stretta interdipendenza. Come si può rilevare dal grafico, i saggi dei mercati monetari degli Stati Uniti, del Regno Unito, del mercato dell'eurodollaro e di parecchi centri finanziari di paesi dell'Europa continentale si sono mossi rapidamente all'insù tutti insieme. In Germania, per ragioni esterne e in Italia, per scopi interni, i movimenti ascendenti dei saggi d'interesse sono stati contenuti fino alla seconda metà dell'anno. L'incremento dei saggi è stato relativamente modesto soltanto in Svizzera e in Giappone; in entrambi i paesi lo stimolo impresso al deflusso di capitali è stato adeguato.

L'andamento dei saggi a lungo termine è stato analogo con un'ulteriore eccezione. Verso la fine del 1968 e all'inizio del 1969 i saggi a lungo termine relativi alla sterlina sono cresciuti più di quelli degli altri paesi, in seguito allo sforzo che si stava compiendo per consolidare la posizione britannica sull'estero.

A parte le circostanze speciali esistenti in alcuni paesi, la spinta principale al movimento ascendente dei saggi e ai livelli eccezionalmente elevati che essi hanno raggiunto è derivata dagli Stati Uniti. Il fenomeno può venire spiegato in gran parte con gli effetti cumulativi della prolungata inflazione negli Stati Uniti e con il modo nel quale vi sono state applicate le restrizioni monetarie. Allo scopo di contenere la domanda sostenuta di fondi nel settore delle imprese, basata in misura crescente sulle aspettative inflazionistiche e sul desiderio di proteggersi contro la penuria di liquidità, le autorità monetarie miravano a limitare la concessione del credito bancario, tenendo bassi i limiti dei saggi d'interesse stabiliti dalla Disposizione Q. Le banche escogitarono tutti i mezzi possibili per compensare le loro perdite in depositi vincolati e soddisfare i loro impegni verso la clientela costituita dalle imprese, ciò che contribuì a spingere all'insù i saggi del mercato monetario all'interno del paese.

La stranezza della faccenda stava nel fatto che la Disposizione Q non si applicava ai fondi ottenuti tramite le filiali estere delle banche. Perciò, il limite dei saggi della Disposizione Q ha reagito con conseguenze severe sui saggi del mercato dell'eurodollaro, quando le banche hanno cercato di accaparrarsi aggressivamente questa fonte marginale di capitali. In giugno il danaro a tre mesi superò il 12% e, per il resto dell'anno, si mantenne a livelli non inferiori, attraendo così

Saggi a breve e a lungo termine.



un cospicuo volume di fondi da diverse parti del mondo, inclusi gli Stati Uniti. Questo andamento si ripercosse su altri mercati e le banche centrali estere spesso intervennero per assicurare che tale ripercussione si verificasse in misura sufficiente. Inoltre, l'aumento dei saggi SU a lungo termine si è trasmesso al mercato dei capitali di altri paesi tramite il mercato dell'eurodollaro, sia attraverso nuove emissioni, sia attraverso gli effetti degli arbitraggi sul mercato secondario.

D'altra parte, con l'eccezione di Germania e Italia, la maggior parte dei paesi dell'Europa occidentale hanno manifestato la tendenza a confidare nelle limitazioni quantitative per regolare l'espansione del credito bancario. All'inizio del 1969 erano già stati introdotti limiti all'espansione del credito bancario nel Regno Unito, in Francia e nei Paesi Bassi e, nel corso dell'anno, il loro esempio è stato seguito, ufficialmente o ufficiosamente, dalla maggioranza degli altri paesi. Sebbene non considerati di carattere permanente, i limiti imposti al credito sono stati utilizzati come espediente a breve termine per ottenere risultati rapidi nel contenere una eccessiva espansione del credito. Inoltre, simili tecniche contribuiscono ad attenuare la spinta all'insù sui saggi d'interesse e l'attrazione di fondi dall'estero. Un'azione più diretta sui saggi è stata di solito impiegata per ragioni esterne.

Sebbene nello scorso anno le misure per controllare l'espansione creditizia siano andate diffondendosi nei paesi dell'Europa occidentale, esse non sono state generalmente molto restrittive. I soli paesi in cui la politica di contenimento è stata assai netta sono il Regno Unito, la Francia e la Svezia. Negli altri, il volume del credito bancario è cresciuto di circa il 10-15%. Ove, inoltre, si ricordi che, per la maggioranza dei paesi europei, il 1969 è stato il primo anno in cui l'espansione dell'attività economica ha incominciato a trovare ostacolo nelle limitazioni delle risorse, il rapido incremento dei saggi d'interesse a livelli eccezionalmente alti è parso piuttosto incongruente. Ciò per dire che il movimento verso saggi più elevati ha avuto in ampia misura un carattere difensivo.

Si dice che tutto ciò che aumenta deve poi diminuire, tranne i prezzi, i salari e la popolazione. Ma la rapidità con cui i saggi d'interesse diminuiranno sarà probabilmente assai inferiore a quella eccezionale con cui sono cresciuti.

Stati Uniti.

Nello scorso anno gli sforzi compiuti dalle autorità degli Stati Uniti per ridurre il ritmo dell'inflazione hanno sensibilmente attenuato le pressioni esercitate dalla domanda e provocato una modesta riduzione della produzione. Durante il terzo trimestre del 1969 e nel primo trimestre del 1970, il prodotto nazionale lordo reale è diminuito dello 0,8% rispetto al livello raggiunto il semestre precedente. La situazione sul mercato del lavoro si è fatta meno pesante, dato che la disoccupazione è cresciuta da circa il 3,5 a quasi il 5% delle forze lavorative. Prezzi e salari stavano comunque ancora aumentando.

Quando, all'inizio dello scorso anno, è entrata in carica la nuova Amministrazione, erano già in vigore misure restrittive. L'economia si trovava, tuttavia, ancora in fase di rapida espansione: l'occupazione era a livello di più che pieno

impiego, la spirale prezzi-salari manifestava la tendenza ad accelerare e le aspettative e decisioni dell'economia erano improntate ad una mentalità inflazionistica. Data questa situazione, l'Amministrazione sottolineò l'assoluta priorità con cui intendeva ripristinare la stabilità monetaria.

Nel settore fiscale si effettuò una revisione delle stime di bilancio e si propose una riduzione di \$4 miliardi nella spesa. Venne inoltre proposto di abrogare, a partire da aprile, il credito di imposta del 7% per spese destinate a investimenti e di estendere la sovrimposta sul reddito, applicando nella seconda metà dell'anno finanziario l'aliquota ridotta al 5%. In dicembre, le misure fiscali furono finalmente approvate dal Congresso.

Il passaggio del bilancio pubblico da una situazione passiva ad una attiva era compiuto nella prima metà del 1969. In seguito all'aumento delle entrate tributarie e al rallentamento delle spese federali dopo tre anni di considerevoli incrementi, l'avanzo, sulla base dei conti nazionali, toccò un importo, rapportato ad anno, di \$11,8 miliardi contro disavanzi di \$9 e 1,5 miliardi nei due semestri del 1968. Successivamente l'avanzo si ridusse, in parte per l'incremento di alcune voci, quali gli interessi sul debito pubblico e i pagamenti per la sicurezza sociale. Ciò nonostante, nel 1969, la spesa federale è cresciuta meno del prodotto nazionale lordo, calcolato in dollari correnti, e gli acquisti di beni e servizi, in termini reali, hanno registrato una notevole riduzione dovuta a una contrazione nelle spese per la difesa.

Per quanto riguarda il settore monetario, a metà del 1969 le banche soffrivano di una grave penuria di liquidità. Si procedette ad operazioni di mercato aperto per tenere giù la base delle riserve e in aprile vennero aumentate le riserve legali e il saggio di sconto venne alzato dal 5,5 al 6%. Di fronte a una vivace domanda di prestiti, in giugno le banche portarono il saggio per i crediti di prim'ordine all'8,5%, variandolo per la terza volta dal dicembre.

Le autorità non desideravano, tuttavia, ottenere una stretta creditizia come quella del 1966 e si parlò molto di gradualismo nel riaggiustamento di cui necessitava l'economia. Può darsi, infatti, che l'adeguamento sia risultato più graduale di quanto voluto e abbia rallentato l'effetto sulla spirale prezzi-salari. L'obiettivo consisteva, da una parte, nel contenere i crediti accordati all'economia dalle grandi banche allo scopo di ridurre l'impetuoso incremento degli investimenti delle imprese e, dall'altra parte, nel limitare la pressione esercitata sulla liquidità degli istituti di risparmio e sul flusso di crediti avviati all'edilizia residenziale. Le autorità monetarie stavano mantenendo drasticamente al 6,25% il limite massimo dell'interesse che, in base alla Disposizione Q, poteva venire corrisposto sui certificati di deposito stilati per cospicui importi, mentre gli altri saggi del mercato monetario superavano l'8% e quelli per l'eurodollaro toccavano il livello stratosferico di oltre il 10%. Comunque, l'efficacia di questa tattica per ridurre l'espansione del credito si è a stento commisurata alla pressione esercitata sui saggi.

A fronte delle perdite considerevoli registrate nei depositi vincolati, la domanda di credito alle banche continuò ad essere assai sostenuta. Il settore delle imprese stava attento a non trovarsi a corto di fondi liquidi, perchè il suo fab-

bisogno di saldi d'esercizio cresceva e tanto la persistente inflazione quanto la scarsa probabilità di una prolungata recessione sembravano escludere variazioni importanti dei programmi di investimento a più lungo termine. Inoltre, il costo del danaro non era poi così oneroso per l'industria (dopo deduzione dell'imposizione). Perciò, le banche aventi impegni a fermo per la concessione di crediti alle imprese loro clienti trovarono il modo di soddisfare la domanda: riducendo cioè, sensibilmente, i loro portafogli di titoli governativi e facendo in misura massiccia ricorso al mercato dell'eurodollaro, soprattutto nella prima metà dell'anno; inoltre l'emissione di carta commerciale da parte delle banche affiliate andò accelerandosi, specialmente nel secondo semestre. Verso la metà dell'anno vennero adottate misure per aumentare il costo dei prestiti in eurodollari e, più tardi, si prese in considerazione la possibilità di un'azione per limitare il volume della carta commerciale, sebbene poi non se ne sia fatto nulla, forse perchè l'economia cominciò a manifestare sintomi di decelerazione. Nel gennaio 1970 sono stati finalmente aumentati i limiti massimi dei saggi d'interesse che possono essere corrisposti in base alla Disposizione Q. L'effetto della politica monetaria restrittiva e degli elevati saggi di mercato sugli istituti di risparmio venne nel frattempo attenuato mediante massicce operazioni di sostegno dei prestiti ipotecari da parte di organi federali.

Il risultato generale fu che nel 1969 i nuovi crediti (provenienti da qualsiasi fonte) accordati all'economia si ridussero soltanto in misura modesta: a \$86 miliardi contro \$97 miliardi l'anno prima e questa contrazione trova più che rispondenza nella misura in cui il deficit del bilancio pubblico è stato sostituito da un avanzo. A partire dal momento in cui furono introdotte le restrizioni fiscali, cioè all'incirca dalla metà del 1968 alla metà del 1969, il "boom" nell'attività economica non si è notevolmente rallentato e l'inflazione prezzi-salari è stata libera di sbrigliarsi per circa un anno. Nel giudicare il grado di intensità da conferire alle misure restrittive si è tenuto conto naturalmente di considerazioni sociali; ma il timore che l'aumento tributario, applicato nel 1968, potesse rallentare eccessivamente l'attività economica e successivamente la tendenza a far perno sul gradualismo hanno certamente indebolito la priorità attribuita al ripristino della stabilità monetaria.

Come è già stato menzionato, l'attività economica è tuttavia decisamente rallentata nella seconda metà dell'anno. Oltre alla riduzione negli acquisti del Governo federale, l'edilizia residenziale si è contratta a partire dal primo trimestre del 1969 e dal secondo al quarto trimestre le spese delle autorità statali e locali hanno registrato soltanto un incremento dell'1%. Le ipoteche e le emissioni obbligazionarie da parte delle autorità statali e locali sono state limitate dal fatto che i saggi d'interesse di mercato superavano i massimi legali che si applicano ad alcune di esse. Durante l'autunno, le spese per i consumi sono diminuite, mentre la quota relativa al risparmio personale è aumentata. All'inizio del 1970 le vendite di automobili nuove sono state di oltre il 20% inferiori a quelle dell'anno precedente e il ribasso verificatosi sul mercato dei valori mobiliari ha aggiunto al quadro un tocco di pessimismo. Soltanto gli investimenti fissi eseguiti dall'industria privata hanno mostrato resistenza, nonostante le difficili condizioni degli affari e qualche compressione degli utili. Ciò nondimeno, nel primo trimestre del 1970

le spese per attrezzature, a prezzi costanti, sono andate perdendo di slancio e l'attività economica, nel suo complesso, si è trovata sull'orlo di una recessione. Di ciò si è dovuto tener conto nel decidere la politica economica da seguire nel futuro, insieme al fatto innegabile che l'inflazione di prezzi e salari continua a persistere.

Con la politica fiscale formulata per l'anno finanziario 1970-71, l'Amministrazione perseguì lo scopo di conseguire un avanzo nel bilancio unificato, nonostante un aumento del 15% nelle pensioni della sicurezza sociale a partire dal 1° gennaio 1970 e l'abolizione della restante sovrimposta del 5% sul reddito dal 1° luglio. È stato proposto di prorogare le imposte di consumo sugli autoveicoli e sui telefoni sino alla fine del 1971 e di consentire che la spesa pubblica aumenti soltanto dell'1,5%, in termini di dollari correnti, ciò che in termini reali significa un'ulteriore riduzione (dei programmi di difesa e dei voli spaziali).

Assunta questa linea in materia di politica fiscale e poste le pressioni della domanda sotto controllo, si è compiuto un modesto passo verso l'attenuazione della stretta creditizia. I saggi di interesse a breve si sono ridotti, per ragioni stagionali, dopo la fine dell'anno e, in febbraio, il Sistema della Riserva federale stava dando un certo appoggio a questo movimento. Siccome i saggi di mercato sono diminuiti sensibilmente, alla fine di marzo le banche hanno portato il saggio per i crediti di prim'ordine dall'8,5 all'8%.

In primavera si riteneva generalmente che la battuta d'arresto nell'espansione economica sarebbe stata di breve durata e che la produzione avrebbe ripreso il suo movimento ascendente nella seconda metà dell'anno. Non soltanto le restrizioni fiscali e monetarie erano meno severe, ma le previsioni circa gli investimenti mostravano un continuo aumento nella domanda di beni strumentali. Inoltre, nel 1970 sarebbe stato negoziato un numero di contratti salariali superiore a quello dell'anno precedente e si prospettavano incrementi piuttosto cospicui. Ci si attendeva, tuttavia, che la domanda globale non si sarebbe di nuovo gonfiata né si sarebbero verificate pressioni sul mercato del lavoro. Si era dell'avviso che, in simili condizioni, il ritmo d'incremento dei prezzi si sarebbe attenuato, dato che se ne notava già qualche sintomo nella tendenza dei prezzi industriali, sebbene, alla fine del 1970, esso si sarebbe ancora aggirato sul 3,5%.

Ma oltre ai consueti rischi connessi ad ogni previsione, questa prospettiva dipendeva dall'effettivo conseguimento dell'avanzo di bilancio ed era alquanto ottimistica, perchè il bilancio stesso doveva ancora essere approvato dal Congresso. Un nuovo elemento di incertezza si aggiunse sotto forma di un improvviso sciopero, proclamato nella seconda metà di marzo, dal personale delle poste, in seguito al quale le tabelle federali degli stipendi subirono un aumento generale del 6%, costituendo il secondo incremento concesso nell'anno finanziario. In maggio è stato dichiarato ufficialmente che il bilancio federale avrebbe presentato un disavanzo generale. Perciò, non era chiaro in quale misura sarebbe stato possibile controllare l'inflazione.

L'avanzo commerciale registrato durante il primo trimestre del 1970 nei conti con l'estero è stato più ampio in confronto del suo basso livello nei due anni precedenti. In complesso, però, si è avuto un cospicuo saldo passivo, sia sulla base

della liquidità, sia sulla base dei regolamenti ufficiali, che sembra probabilmente destinato a persistere per il resto dell'anno.

Regno Unito.

Nello scorso anno la principale caratteristica dell'economia britannica è stata costituita dal radicale mutamento nella posizione della sterlina. Dopo la svalutazione, decisa nel novembre 1967, il volume delle importazioni era cresciuto notevolmente, sicchè il miglioramento della bilancia dei pagamenti era risultato modesto, nonostante una sensibile espansione delle esportazioni. Il secondo semestre del 1968 fu più favorevole del primo, dato che il ritmo con cui le importazioni aumentavano rallentò; in aggiunta, nel terzo trimestre si registrò un afflusso netto di capitali a lungo termine, in seguito all'assorbimento di parecchie società britanniche da parte di grandi imprese americane. La posizione di fondo rimaneva, tuttavia, ancora poco soddisfacente e le misure finanziarie restrittive vennero fortemente inasprite nel novembre 1968 e nell'aprile 1969. Si procedette all'aumento di diversi tributi, vennero rese più rigorose le restrizioni sulle vendite rateali e fu abbassato il limite massimo dei prestiti bancari. Si introdusse inoltre un sistema di depositi sulle importazioni, al fine di ridurre la liquidità interna. Un atteggiamento difensivo era anche necessario a causa del movimento ascendente dei saggi d'interesse per l'eurodollaro. Nel febbraio 1969, il saggio ufficiale di sconto fu portato dal 7 all'8% e siccome il sostegno al mercato dei titoli di prim'ordine fu minore, i rendimenti a lungo termine salirono da circa il 7,6% nel settembre 1968 al 9,5% nel giugno 1969.

In giugno, il FMI approvò un nuovo accordo, su base "stand-by", che consentiva al Regno Unito di effettuare prelievi fino a \$1 miliardo nei dodici mesi successivi. Nella "Lettera d'Intento", scritta al FMI, il governo affermava che, per l'anno il quale terminava alla fine di marzo 1970, suo obiettivo era un avanzo nella bilancia dei pagamenti di base di almeno £300 milioni, al cui conseguimento avrebbero contribuito un avanzo di bilancio di almeno £850 milioni e un'espansione nel credito interno limitata a non oltre £400 milioni. La meta cui tendeva la bilancia dei pagamenti per la data menzionata rappresentava un miglioramento di £500-550 milioni rispetto ai dodici mesi precedenti. Di fatto, quando fu scritta la "Lettera d'Intento", i conti con l'estero erano già attivi e, per il periodo sopra citato, l'avanzo ammontò quasi al doppio di quello che si voleva ottenere. Dalla metà del 1969 l'eccedenza delle partite correnti è stata, su base annuale, di oltre £500 milioni; l'incremento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente è dovuto soprattutto al conto merci. Anche il conto capitali a lungo termine ha registrato un afflusso netto che, nella seconda metà del 1969, è stato di quasi £100 milioni. Il precedente cospicuo deflusso di capitali verso l'Australia si è arrestato, i residenti esteri hanno acquistato titoli britannici in più ampia misura e il settore pubblico RU ha emesso diversi prestiti sui mercati esteri dei capitali.

Per cui, circa diciotto mesi dopo la svalutazione, cominciava a svilupparsi una situazione assai soddisfacente. Il problema interessante sta nel sapere come un simile risultato sia stato ottenuto e perchè si sia verificato con tanto ritardo.

L'espansione delle esportazioni è dovuta in gran parte all'aumento eccezionalmente rapido del commercio mondiale; nel 1969 il valore delle esportazioni mondiali di manufatti è cresciuto del 16 % rispetto al 1968. Senza l'accresciuta capacità di concorrenza derivante dalla svalutazione, l'industria britannica non sarebbe tuttavia stata in grado di approfittare in simile misura delle circostanze favorevoli. Ciò è evidente per il fatto che nel 1969, per la prima volta da molti anni, l'aliquota con cui il Regno Unito partecipa alle esportazioni mondiali non è praticamente diminuita; nel passato si riduceva nel modo più rapido quando il commercio mondiale progrediva con ritmo accelerato. Benchè la svalutazione abbia rappresentato il passo decisivo a questo proposito, un certo intervallo era inevitabile prima che essa potesse rispecchiarsi pienamente nelle esportazioni.

Per completare il quadro occorre inoltre dire che, durante alcuni mesi dopo la svalutazione, la domanda interna fu lasciata espandersi notevolmente; quando poi si adottarono misure restrittive più rigorose, gradualmente esse produssero il loro effetto. Lo strumento principale cui si fece ricorso fu il bilancio pubblico, che impose tributi più elevati e arrestò l'aumento delle spese del settore pubblico. Nell'anno finanziario 1969-70 l'avanzo di bilancio disponibile per il rimborso dei debiti è ammontato a £ 1.130 milioni e il settore pubblico ha registrato un'eccedenza finanziaria generale di circa £ 600 milioni contro un fabbisogno di credito di £ 450 milioni nel 1968-69. Inoltre, i limiti massimi per i crediti bancari sono stati assai efficaci e il totale dei crediti interni concessi, lungi dall'espandersi di £ 400 milioni, ha subito una considerevole contrazione. Sebbene la situazione sul mercato dei capitali sia andata facendosi assai tesa, le autorità hanno ceduto un notevole volume di titoli governativi al pubblico non bancario. D'altra parte, dopo la metà del 1969, le nuove emissioni nette effettuate dalle imprese sono scese ad un livello di poco superiore ad un quarto di quello raggiunto nella prima metà dell'anno.

L'effetto di queste misure è stato ampiamente avvertito. Ove si confronti la seconda metà del 1969 con il secondo semestre del 1968, si può constatare che l'edilizia residenziale si è sensibilmente ridotta, mentre gli investimenti delle imprese private sono cresciuti soltanto del 3,5 % contro il 18 % nell'anno precedente. Anche l'accumulazione delle scorte è andata rallentando e i consumi privati reali sono stati contenuti entro un saggio di incremento assai esiguo. Complessivamente, tra la seconda metà del 1968 e il secondo semestre del 1969, la domanda globale interna non è aumentata in termini reali, mentre aveva subito un incremento del 2,25 % nel 1967-68. Si era così creato ampio margine per l'immissione di risorse nella bilancia esterna. Anche con le esportazioni in fase di espansione, la produzione industriale, che era andata aumentando mese per mese nel 1968, è rimasta piuttosto stazionaria da allora. Il saggio di espansione dei prezzi è rallentato di alquanto, ma ammontava ancora al 5 % circa.

Il ritorno della fiducia nella sterlina, che provocò un massiccio riflusso di fondi sul mercato di Londra e migliorò considerevolmente la posizione delle riserve, viene discusso in un altro capitolo di questa Relazione.

In questo quadro roseo della stabilizzazione si è inserito nuovamente il problema dei salari. Per le autorità era ovvio che la migliorata capacità di con-

correnza derivante dalla svalutazione non avrebbe dovuto essere annullata da un incremento eccessivo dei costi della mano d'opera, e per questo venne dato grande peso alla politica dei redditi. Nel primo anno dopo la svalutazione i salari erano cresciuti del 6%, mentre nei dodici mesi sino al novembre 1969 l'aumento è stato del 5%. In pari tempo le autorità fecero un coraggioso tentativo per assicurare una base legale alla politica dei redditi e poter compiere un passo verso la modernizzazione delle leggi fondamentali sul lavoro. Con il procedere dell'anno l'opposizione dei sindacati dei lavoratori obbligò peraltro il governo a rinunciare a quest'ultimo obiettivo e in dicembre divenne evidente che le restrizioni sugli aumenti salariali non venivano rispettate. Nel mese citato furono accordati miglioramenti salariali assai superiori a quelli indicati dalle direttive e nel primo trimestre del 1970 una nuova serie di eccessivi incrementi salariali, accompagnati da frequenti scioperi, ne furono la conferma. Il ritmo dei miglioramenti indica un aumento di almeno il 10% per tutto l'anno. Questo andamento rispecchia, è ovvio, l'esercizio puro e semplice del potere di contrattazione; con un livello di disoccupazione oscillante regolarmente intorno al 2,5% e i posti liberi in diminuzione, il mercato del lavoro non si trovava sotto alcuna pressione da parte della domanda.

Siccome gli incrementi salariali erano destinati a ripercuotersi sulla domanda e la migliorata posizione della bilancia dei pagamenti doveva essere difesa nella massima misura possibile, al momento della presentazione del bilancio pubblico (metà aprile) i responsabili della politica economica hanno assunto un atteggiamento prudente, prevedendo solo una lieve attenuazione delle misure fiscali e monetarie restrittive. Sono state annunciate riduzioni dell'imposta sul reddito che, per l'intero anno, dovrebbero decurtare il gettito di circa £200 milioni, sebbene ci si attenda che il bilancio registri una cospicua eccedenza. Il Cancelliere dello Scacchiere ha dichiarato pure che, nel nuovo anno finanziario, la concessione di credito all'interno potrà espandersi fino ad un massimo di £900 milioni. Inoltre, i depositi sulle importazioni, che erano stati ridotti in dicembre, hanno ricevuto un ulteriore taglio dal 40 al 30%. Il livello del saggio ufficiale di sconto è stato abbassato tanto in marzo che in aprile, più che altro per rispecchiare la diminuzione dei saggi internazionali. Per indicare, tuttavia, che l'orientamento generale della politica economica continua ad essere improntato alle restrizioni, le banche affiliate alla stanza di compensazione sono state invitate ad accrescere i loro depositi speciali presso la Banca d'Inghilterra dal 2 al 2,5% e le banche scozzesi dall'1 all'1,25%. In seguito alle modificazioni apportate alle misure di carattere economico, nell'intero anno in corso il totale della spesa finale dovrebbe subire un aumento del 4% in termini reali; tenendo conto di una certa accelerazione nelle importazioni, è previsto un incremento nel prodotto nazionale lordo del 3,5%. Il saggio di espansione in termini nominali non è stato specificato.

Francia.

I due principali problemi che, nei primi mesi dello scorso anno, le autorità francesi si trovarono a dover fronteggiare furono quelli di rallentare la spirale prezzi-salari e riportare la bilancia dei pagamenti ad una posizione sostenibile.

Offerta e usi delle risorse.

Paesi	Anni	Fonti di domanda					Risorse		
		Consumi		Formazione di capitali fissi lordi interni			Esportazioni di beni e servizi	Importazioni di beni e servizi	Prodotto nazionale lordo
		Privati	Pubblici	Totale	Impianti e attrezzature	Abitazioni			
		variazioni nel volume, in percento							
Austria	1967	3,2	4,5	- 0,1	- 0,2	1,3	5,8	1,2	3,1
	1968	3,6	3,9	- 1,2	- 1,4	- 0,4	10,1	8,3	4,1
	1969	2,8	3,4	4,8	.	.	16,4	8,9	6,4
Belgio	1967	2,7	5,9	1,1	2,4	- 3,4	6,7	3,5	3,4
	1968	4,9	6,7	- 1,3	- 1,1	- 2,4	11,3	12,9	3,8
	1969	5,1	4,9	9,5	9,3	10,0	16,0	15,5	6,0
Canada	1967	4,7	2,5	0,3	- 0,4	4,0	10,5	5,1	3,3
	1968	4,5	4,6	0,3	- 1,8	10,6	11,9	9,3	4,8
	1969	5,6	5,9	1,1	- 0,6	8,1	7,5	9,8	4,8
Danimarca	1967	3,4	8,3	7,0	5,0	23,2	6,1	6,1	4,0
	1968	1,9	4,3	- 0,6	0,4	- 9,5	3,9	3,9	3,4
	1969	7,5	7,9	16,1	.	25,0	9,7	15,0	7,5
Finlandia	1967	2,1	5,5	- 3,3	- 3,5	1,0	5,9	- 1,4	2,7
	1968	0,2	5,2	- 3,4	- 4,1	- 2,8	11,9	- 2,4	2,4
	1969	7,4	4,4	13,0	13,2	12,0	16,0	21,3	8,0
Francia	1967	4,6	3,8	6,4	7,1	4,4	6,6	7,5	4,8
	1968	4,8	5,2	5,9	6,1	5,3	7,4	10,3	4,3
	1969	6,9	4,5	9,6	12,0	3,0	16,1	19,3	6,3
Germania	1967	0,6	3,3	- 6,4	- 9,1	- 6,0	8,5	- 1,3	- 0,3
	1968	4,0	- 0,9	8,0	9,9	1,3	13,4	14,7	7,2
	1969	7,7	4,1	12,8	17,0	- 2,5	11,9	16,2	8,0
Giappone	1967	9,5	5,4	18,1	18,8	15,3	6,3	22,4	13,1
	1968	9,6	7,2	21,5	22,4	17,6	22,5	12,8	14,3
	1969	9,8	6,0	19,0	19,8	15,6	20,4	13,8	12,8
Italia	1967	7,1	4,3	11,8	12,8	9,5	6,7	13,1	6,8
	1968	4,7	4,1	7,7	5,9	11,9	15,4	7,5	6,0
	1969	5,7	3,1	8,2	3,7	17,6	14,1	20,7	5,0
Norvegia	1967	4,4	8,0	11,9	11,6	12,6	10,5	12,4	5,5
	1968	3,8	5,4	- 9,3	- 11,3	3,8	10,8	0,0	3,9
	1969	7,9	6,1	- 3,9	- 5,6	5,9	6,3	5,6	4,6
Paesi Bassi	1967	5,1	4,1	7,8	6,0	15,2	6,8	6,2	6,1
	1968	5,7	1,8	12,7	13,7	8,9	12,1	12,8	6,9
	1969	3,5	4,3	0,5	2,2	- 4,5	16,0	14,0	5,2
Regno Unito	1967	2,1	5,3	6,6	6,2	6,1	- 0,4	4,8	1,9
	1968	2,1	0,3	5,0	5,1	4,5	10,7	7,9	3,0
	1969	0,4	- 1,0	- 3,1	- 1,6	- 9,4	8,9	2,7	1,5
Stati Uniti	1967	2,9	12,3	- 1,0	- 0,1	- 4,6	4,7	6,6	2,5
	1968	5,2	6,6	5,0	2,9	14,4	8,3	16,1	4,9
	1969	3,0	1,3	4,5	5,1	2,1	5,3	7,4	2,8
Svezia	1967	2,8	3,8	4,9	2,4	14,5	5,3	3,6	2,3
	1968	4,3	6,3	- 0,9	- 2,1	2,9	7,9	8,4	4,0
	1969	4,2	6,2	4,2	4,6	3,3	12,1	13,1	5,2
Svizzera	1967	2,9	1,7	0,5	1,6	- 2,6	4,3	5,0	1,8
	1968	2,9	1,9	3,8	3,7	4,1	10,8	8,1	4,0
	1969	4,6	3,8	7,1	5,5	12,5	12,3	12,6	5,2

Sebbene le misure eccessivamente espansionistiche adottate nel 1968 stessero per invertirsi, i loro effetti, abbinati ai cospicui aumenti di salari e altri redditi, avevano prodotto una notevole dilatazione della domanda verso la metà del 1969. Tanto i consumi privati quanto gli investimenti fissi subirono un forte incremento e persino le esportazioni presentavano un movimento ascendente. Dopo il balzo dell'anno precedente, il ritmo di espansione dei prezzi ingrosso era rallentato; tuttavia, l'aumento dei prezzi al consumo continuava con un saggio, su base annuale, di oltre il 6%, in parte a causa di un incremento delle imposte sul valore aggiunto, ciò che contribuiva a rafforzare le richieste di miglioramenti salariali.

Date queste circostanze, furono fatti sforzi per intensificare le misure restrittive. Verso la fine della primavera e durante l'estate furono inasprite le condizioni relative al credito al consumo (vendite rateali) e quelle concernenti la concessione di prestiti all'edilizia residenziale, mentre i limiti all'espansione dei crediti bancari vennero prorogati e rafforzati da limiti quantitativi, soprattutto sull'aumento di nuovi crediti a medio termine riscontabili destinati a investimenti e all'edilizia. Per ragioni non soltanto interne, ma anche esterne i saggi del mercato monetario sono stati mantenuti ad un livello molto vicino a quelli sui mercati delle eurodivise. In luglio il governo decise di bloccare per i mesi rimanenti i tre quarti delle autorizzazioni concesse per l'esecuzione del programma di investimenti. Tuttavia, mentre il progresso dell'attività economica sembrava accusare un lieve rallentamento, le misure non influenzarono sensibilmente il clima inflazionistico.

Inoltre, i conti con l'estero erano fortemente passivi. La bilancia commerciale peggiorava, in seguito soprattutto alla domanda interna più sostenuta, ma anche a causa di una perdita nella capacità di concorrenza sui mercati internazionali. Tuttavia, una parte notevole del deficit, calcolato sulla base dei conti di cassa, che venne registrato nelle partite correnti, era da attribuire a termini di pagamento sfavorevoli. E, nonostante i controlli valutari e le restrizioni imposte alle posizioni sull'estero delle banche, vi furono dispersioni di risparmio nazionale dovute alla ricerca di sicurezza attraverso la fuga di capitali e l'acquisto di oro. Come risultato, nella prima metà del 1969 il saldo passivo della bilancia dei pagamenti ammontò a \$1.700 milioni. I biglietti di banca francesi venivano trattati con un notevole sconto sui mercati dei cambi esteri, la fiducia nel franco non era molto grande e si era generalmente del parere che presto o tardi si sarebbe reso necessario un mutamento nella parità.

Del tutto inaspettatamente e in un periodo di relativa calma, il governo annunciò una riduzione dell'11,1% nella parità aurea del franco, con decorrenza dall'11 agosto. Si cercava così di compensare la sopravvalutazione che si era già prodotta e stava tuttora sviluppandosi in seguito ai precedenti aumenti di salari e di costi.

La svalutazione venne sostenuta con nuove misure intese a ridurre la domanda interna, fra cui, soprattutto, tagli addizionali nelle spese di bilancio, l'accelerazione nella riscossione dell'imposta sulle società e l'anticipata abolizione del credito d'imposta del 10% per le spese destinate a investimenti, il quale era stato introdotto nel 1968. Nel settore monetario, si procedette all'ulteriore inasprimento dei controlli sulle vendite rateali e furono adottate numerose misure con l'intento

di rallentare il saggio d'incremento dei mezzi di pagamento, aumentare il costo del credito e continuare a limitare la sua espansione, pur stimolando nello stesso tempo la formazione del risparmio. In aggiunta, soprattutto per ragioni esterne, il saggio di sconto della Banca di Francia, che aveva raggiunto il livello del 7% in giugno, venne portato all'8% in ottobre.

Nel secondo semestre dell'anno le restrizioni creditizie furono assai rigorose. Inoltre, la situazione di cassa del governo migliorò in misura sensibile, di modo che nel 1969 il disavanzo di bilancio ammontò a fr.fr. 3,4 miliardi invece che a fr.fr. 11,5 miliardi come era stato stimato originariamente, mentre per il 1970 le autorità si proponevano di raggiungere la parità.

In seguito all'applicazione di queste misure le pressioni della domanda si sono attenuate, rispecchiando soprattutto una battuta d'arresto nelle spese per i consumi. Le esportazioni hanno ripreso ad espandersi sensibilmente e la produzione ha continuato a progredire, ma la capacità addizionale che si è resa disponibile a causa dell'elevato livello degli investimenti ha contribuito ad alleviare le pressioni. La situazione sul mercato del lavoro rimase alquanto tesa durante il 1969, ma all'inizio del 1970 si è notata una lieve distensione.

Gli aumenti salariali non hanno presentato una decelerazione immediata. Nel primo trimestre del 1970 i salari orari sono cresciuti del 3%, portando l'incremento a circa il 10% in un periodo di dodici mesi. I prezzi al consumo hanno continuato a crescere con un ritmo, su base annuale, di oltre il 5%, in quanto su di essi hanno influito ancora, almeno in parte, il mutamento verificatosi nella parità monetaria, nonché i prezzi internazionali più elevati. I prezzi dei servizi sono tuttora bloccati, ma nella maggioranza dei settori i controlli generali, imposti sui prezzi per la durata di un mese dopo la svalutazione, sono stati sostituiti con un sistema di vigilanza in base al quale gli aumenti devono essere notificati prima della loro applicazione. Con questo sistema si tende a limitare e dilazionare l'effetto prodotto sui prezzi da precedenti aumenti di costi.

Subito dopo la svalutazione vi fu qualche riflusso di fondi dall'estero, ma la reazione del mercato non espresse la convinzione generale che la bilancia dei pagamenti avrebbe conseguito un miglioramento sufficiente e duraturo; e in settembre fu ancora una volta necessario sostenere in misura massiccia il franco a causa della rinnovata incertezza circa il marco tedesco. Con la rivalutazione del marco, in ottobre, si notò tuttavia un effettivo ritorno di fiducia nel franco. Nel quarto trimestre i conti con l'estero presentarono un saldo attivo, dovuto soprattutto al cessare del differimento nei pagamenti. Nei primi mesi del 1970 si è assistito perfino ad un riflusso di fondi più consistente e la posizione ufficiale netta ha registrato un considerevole miglioramento. Inoltre, il persistente movimento ascendente delle esportazioni, più rapido di quello delle importazioni, indica che il miglioramento della capacità competitiva derivante dal mutamento nelle parità monetarie ha prodotto sensibili benefici.

Germania.

La rivalutazione del marco tedesco, oltre a eliminare un importante elemento che contribuiva a rendere incerta la situazione internazionale, aveva lo

scopo di attenuare il "boom" delle esportazioni e creare un migliore equilibrio nei conti con l'estero della Germania. Mentre le ordinazioni dall'estero sono diminuite dopo la rivalutazione, esse si sono riprese nei primi mesi del 1970; in ogni caso, il cospicuo volume di quelle inevase del 1969 e la sensibile espansione della domanda interna hanno fatto sì che il "boom" sia proseguito senza interruzione. La produzione e i prezzi crescevano rapidamente e sul mercato del lavoro si notavano sintomi evidenti di pressione: i posti di lavoro vacanti superavano i disoccupati nella misura di cinque a uno e il numero dei lavoratori stranieri era in aumento.

Il surriscaldamento del sistema economico all'interno del paese in presenza di un crescente avanzo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti è emerso nel corso del 1968, quando le esportazioni tedesche hanno risposto vigorosamente ad un'espansione della domanda in altri paesi. Sebbene l'eccedenza delle partite correnti fosse stata compensata integralmente da esportazioni di capitali a lungo termine, ci si rendeva conto che ben presto sarebbe stato necessario adottare una politica monetaria più restrittiva per smorzare l'economia. L'inconveniente di una simile politica stava nel fatto che essa avrebbe probabilmente ridotto il deflusso di capitali e aumentato ulteriormente l'avanzo delle partite correnti. Il governo era restio a rivalutare, perchè l'apprezzamento della moneta avrebbe comportato il prelievo di più ampi fondi dal bilancio per sostenere l'agricoltura e anche perchè i provvedimenti restrittivi imposti in altri paesi avrebbero forse potuto, da soli, indebolire i mercati delle esportazioni nel 1969-70, mentre l'impulso espansivo continuava in Germania. Peraltro, l'adeguamento dell'imposta di confine sugli scambi effettuato nel novembre 1968, corrispondeva praticamente ad una rivalutazione del 4% dei prodotti industriali.

L'effetto sull'eccedenza del conto merci, nel 1969, non è stato notevole. Il valore delle merci esportate nei primi tre trimestri ha superato del 17% quello dell'anno precedente, mentre le importazioni sono cresciute del 22%, rispecchiando fondamentalmente la crescente pressione esercitata dalla domanda globale. Tutte le componenti della domanda hanno subito un considerevole incremento; la maggiore espansione si è avuta nelle spese delle imprese per impianti e attrezzature. In seguito al rapido aumento delle entrate tributarie, il bilancio federale ha conseguito un avanzo durante l'anno, il cui effetto netto non è stato molto restrittivo. Nel quarto trimestre la produzione industriale è stata del 10% superiore a quella del trimestre corrispondente del 1968 e, per l'intero anno, il prodotto nazionale lordo reale è cresciuto dell'8% (6% per persona occupata).

Mentre negli altri paesi la situazione creditizia è rimasta tesa e i saggi d'interesse hanno continuato a crescere, nel 1969 le esportazioni nette di capitali a lungo termine della Germania sono ammontate a più del doppio che nel 1968, raggiungendo il totale considerevole di DM 23 miliardi. Sebbene in ciascun mese il deflusso di fondi abbia superato sensibilmente l'eccedenza delle partite correnti, il suo effetto sul risultato globale della bilancia dei pagamenti è stato annullato, fino a settembre, dagli afflussi a ondate successive di capitali allo scopo di protezione contro eventuali perdite di cambio e di speculazione in vista di una rivalutazione della moneta. Dall'aprile al settembre le riserve ufficiali sono cresciute di

DM 15 miliardi. Per compensare l'effetto espansionistico sulla liquidità bancaria, in giugno e di nuovo in agosto, sono state aumentate le riserve obbligatorie, mentre il saggio di sconto della Bundesbank è stato portato, in diverse fasi, dal 3% all'inizio di aprile al 6% in settembre. Ciò nonostante, il credito bancario ha continuato ad aumentare e il rapporto di liquidità delle banche, pur avendo fluttuato ampiamente, ha presentato soltanto modeste variazioni nette. Per cui, all'inizio dell'autunno del 1969 la situazione economica e monetaria era press'a poco quella dell'anno prima.

Il nuovo governo, che è stato formato in ottobre, ha fissato la nuova parità del marco a DM 3,66 per dollaro SU, con un aumento quindi del 9,3% rispetto alla parità precedente. Inizialmente, il governo si attendeva che la rivalutazione avrebbe avuto come conseguenza di ridurre sensibilmente le pressioni inflazionistiche esercitate sia dalla domanda, sia attraverso il suo effetto diretto sui prezzi. Tuttavia, siccome la rivalutazione è stata decisa quando già da un anno la domanda di mano d'opera aveva raggiunto un livello eccessivamente elevato, essa è venuta troppo tardi per prevenire un'esplosione sul fronte salariale. All'inizio di settembre, in seguito a numerosi scioperi a sorpresa, ai lavoratori dell'industria carbonifera e di quella dell'acciaio sono stati accordati miglioramenti salariali dell'11% e più, oltre a svariati benefici accessori. Il saggio di espansione dei guadagni salariali è balzato dal precedente 8% all'anno al 12,5% nel quarto trimestre e al 14% nel primo trimestre del 1970. Di modo che, il "boom" ha ricevuto nuovo impulso dall'incremento della spesa per i consumi e anche il ritmo degli aumenti dei prezzi si è intensificato. All'inizio del 1970 i prezzi ingrosso dei prodotti industriali superavano del 6% quelli dell'anno precedente e l'aumento dei prezzi all'esportazione ha quasi annullato gli effetti dell'abolizione, avvenuta dopo la rivalutazione dell'imposta di confine sugli scambi del 4%.

Benchè la necessità di misure finanziarie restrittive fosse evidente, ciò che ha continuato a preoccupare il governo è stato il timore che nella seconda metà del 1970 si verifici un regresso nell'attività economica, a causa, in parte, di una conseguenza differita della rivalutazione. Perciò, circa il 3% della spesa del governo federale per il 1970 è stata bloccata temporaneamente e, in aggiunta, le autorità federali e regionali hanno concordato la costituzione di un fondo di riserva anticiclico, per l'importo di DM 2,5 miliardi, presso la Bundesbank. Contemporaneamente le riduzioni tributarie, precedentemente annunciate, sono state differite, mentre altre proposte di aumentare le imposte in via temporanea non sono state accolte.

Per cui, come già parecchie volte nel passato, il compito di frenare il "boom" è spettato principalmente alla politica monetaria. In questo settore, peraltro, la rivalutazione ha prodotto un notevole mutamento di atmosfera in senso restrittivo. Il riflusso di fondi verso altri paesi voleva dire la contrazione della liquidità bancaria e, nello stesso tempo, una cospicua espansione del credito necessario alle imprese per sostituire i saldi defluiti all'estero. Nonostante qualche aggiustamento all'ingiù delle riserve obbligatorie, il rapporto di liquidità delle banche è sceso a poco più del 5% all'inizio del 1970, il livello più basso raggiunto da molti anni. Per quanto l'eccedenza della bilancia corrente sia rimasta consistente, il deflusso

netto di capitali privati a lungo termine, che nel terzo trimestre del 1969 si era contratto in seguito alle incertezze sul cambio, è ammontato a DM 8,7 miliardi nel quarto trimestre e a DM 3,7 miliardi nel primo trimestre del 1970.

Date queste circostanze, un ulteriore inasprimento della politica monetaria si rendeva necessario, sia sul piano interno che su quello esterno. All'inizio di marzo il saggio di sconto è stato innalzato al 7,5% e quello relativo alle anticipazioni su pegno al 9,5%. Inoltre, per scoraggiare un afflusso di fondi dall'estero alle banche, quale mezzo per alleviare la stretta, le loro passività verso non residenti sono state sottoposte a riserve obbligatorie marginali del 30%.

Nella primavera il clima di "boom" ha continuato a persistere, mentre la stretta creditizia è stata severa, nonostante il ricorso al mercato dell'eurodollaro per ottenere prestiti. Presto o tardi le restrizioni monetarie produrranno il loro effetto, ma il processo per imbrigliare la domanda è stato protratto, per effetto del debole sostegno prestato dalla politica fiscale e del fatto che un'ondata di negoziati salariali non può essere arrestata nel bel mezzo di essa. Sono evidenti quindi gli svantaggi dovuti al ritardo con cui sono state adottate energiche misure restrittive, la cui introduzione è stata resa più difficile dal dibattito sulla rivalutazione. Perciò, l'obiettivo da perseguire ora consiste nell'alleviare le pressioni sulle risorse, soprattutto quelle sul mercato del lavoro, prima che negli ultimi mesi dell'anno cominci un altro ciclo di eccessivi aumenti salariali.

Italia.

In Italia i recenti sviluppi sono stati dominati dalle perturbazioni sorte nel settore del lavoro, le quali hanno avuto inizio verso la metà di settembre e hanno interrotto bruscamente l'espansione economica.

Quantunque il ritmo dello sviluppo economico fino alla metà del 1968 sia stato alquanto deludente, nella scorsa estate molta strada era stata compiuta verso il conseguimento di un migliore saggio di espansione del prodotto nazionale lordo reale e di un maggiore assorbimento interno della produzione disponibile. Le esportazioni di beni e servizi avevano continuato ad aumentare rapidamente, ma anche la domanda interna si era andata intensificando, provocando un incremento ancora maggiore delle importazioni. Soprattutto gli investimenti fissi privati assunsero un ritmo più vivace in seguito ad un più pieno utilizzo della capacità produttiva e alle aspettative di profitti soddisfacenti. Con il crescere del reddito disponibile anche i consumi privati hanno seguito il generale movimento ascendente. Durante la prima metà dell'anno la produzione industriale (esclusa l'edilizia) superava dell'8% il livello dell'anno prima. Per il 1969 nel suo complesso si prevedeva allora un incremento nel prodotto nazionale lordo reale del 7% contro il 6% dell'anno precedente.

Sullo sfondo, si profilavano tuttavia due fattori sfavorevoli: l'andamento dei prezzi e il persistente esodo di capitali. Dopo alcuni anni di notevole stabilità, i prezzi salirono moderatamente dalla metà del 1968 al primo trimestre del 1969; dopo questa data hanno preso a crescere rapidamente. In settembre i prezzi ingrosso superavano del 5,8% quelli di un anno prima, in seguito soprattutto al-

l'incremento nei prezzi delle merci a mercato internazionale, alla forte domanda di materiali per l'edilizia e ad alcune deficienze del raccolto. Il corrispondente aumento del costo della vita era del 3,6%. Conseguentemente, si è messa in moto una spirale salari-prezzi. Fino alla fine di agosto, le indennità di caro-vita per il settore industriale, basate sugli accordi di scala mobile, erano scattate di cinque punti contro soltanto due punti in tutto l'anno precedente. Altri fattori che hanno contribuito a questo andamento sono: la riduzione delle differenze di retribuzione fra le varie zone salariali e l'entrata in vigore di aumenti negoziati precedentemente. Per cui, l'aumento dei salari contrattuali nell'industria manifatturiera, che era stato soltanto del 3,6% nel 1968, nel secondo trimestre del 1969 ha raggiunto il saggio, su base annuale, del 7,4%.

Per quanto riguarda i movimenti di capitali, l'esodo netto di fondi, in corso fin dal 1966, si è intensificato nella prima metà del 1969, quando ha toccato l'importo di circa \$ 1.800 milioni e ha incominciato a superare l'avanzo della bilancia corrente. Le autorità monetarie hanno tuttavia continuato, per il momento, nella loro politica che consisteva nel mantenere stabili i saggi d'interesse a lungo termine. L'obiettivo di questa politica, che era stata adottata in precedenza perchè il bilancio non offriva stimoli efficaci, era di incoraggiare gli investimenti. Invece di fare ricorso a variazioni nei saggi d'interesse, si introdussero numerose misure — soprattutto di carattere selettivo — per diminuire il deflusso netto di fondi, fra cui un invito alle banche a ridurre le loro posizioni creditorie nette sull'estero, saggi di penalizzazione per l'eccessivo ricorso al credito della banca centrale e nuove restrizioni applicate agli istituti finanziari allo scopo di scoraggiare gli investimenti all'estero in titoli a lungo termine.

Poichè le esportazioni di capitali continuavano a crescere e il saldo passivo dei conti con l'estero stava assumendo proporzioni serie, la politica di saggi d'interesse stabili diventava sempre più anacronistica. I primi passi verso una politica creditizia più restrittiva furono compiuti nel terzo trimestre; la concessione di credito alle banche da parte dell'istituto di emissione fu resa più onerosa, il saggio di sconto venne portato al 4% e si lasciò che i saggi d'interesse a lungo termine si muovessero all'insù.

In autunno lo sviluppo economico ha assunto decisamente un andamento sfavorevole. In seguito all'ondata di scioperi, ai quali ha partecipato circa metà della popolazione lavorativa, le ore di lavoro perdute nel 1969 sono ammontate a 300 milioni contro circa 180 milioni nel 1962, quando si verificò l'ultima esplosione per ottenere miglioramenti salariali. Gli scioperi hanno avuto luogo su uno sfondo di instabilità politica. Le interruzioni di lavoro sono state causate dal rinnovo dei contratti negoziati tre anni prima, quando si facevano ancora sentire le conseguenze della recessione, ed hanno avuto luogo dopo un periodo in cui i costi unitari del lavoro erano andati lievemente declinando. L'effetto economico immediato è stata una brusca caduta nella produzione industriale durante gli ultimi quattro mesi dell'anno; l'aumento medio nell'indice rispetto a dodici mesi prima si è ridotto perciò a soltanto il 3,3% in confronto del 6,3% nel 1968. L'espansione corrispondente nel prodotto nazionale lordo reale, al livello del 5%, è stata dell'1% inferiore a quella di un anno prima e sensibilmente minore

del saggio previsto prima che avesse inizio l' "autunno caldo". Gli avvenimenti hanno anche influito sfavorevolmente sulla bilancia commerciale, in quanto le esportazioni si sono ridotte notevolmente, mentre le importazioni hanno continuato a crescere. Si valuta che gli accordi salariali conclusi prima della fine dell'anno abbiano comportato un incremento dei costi per salari del 15%. Di conseguenza, i prezzi si sono nuovamente impennati.

Nel marzo 1970, l'indice generale dei saggi salariali minimi pagati nell'industria manifatturiera superava di quasi il 25% il livello dell'anno prima, sebbene tale aliquota esageri l'aumento effettivo rispetto al totale della busta paga. I prezzi ingrosso e l'indice del costo della vita sono cresciuti, rispettivamente, di circa l'8,5 e del 5,5%; i prezzi ingrosso dei beni strumentali hanno subito un incremento del 14%. A maggio la scala mobile era già scattata di cinque punti, contro un totale di sei punti per il 1969 nel suo complesso.

Nel settore produttivo, l'economia, in cui i rapporti industriali sono tuttora tesi, ha dato all'inizio del 1970 l'avvio ad una faticosa ripresa. Sebbene alcuni settori vitali siano stati ancora oggetto di scioperi, in febbraio la produzione industriale aveva raggiunto il livello dell'estate precedente. Ma siccome la situazione politica continuava ad essere incerta e i saggi d'interesse interni a mantenersi relativamente bassi, l'esodo di capitali non si è arrestato e la lira è venuta a trovarsi sotto pressione. Di conseguenza, il 6 marzo la Banca d'Italia ha aumentato il saggio di sconto dell'1,5% e poco tempo dopo i saggi a lungo termine sono saliti a circa il 9%. Si spera che queste misure, insieme con il ritorno ad una maggiore stabilità politica, possano contribuire a fermare l'emorragia dell'uscita di capitali. La bilancia corrente ha, in cinque anni e mezzo, accumulato un'eccedenza di circa \$11,5 miliardi; di questo importo, circa \$8,5 miliardi sono stati compensati con esportazioni di capitali, per lo più a lungo termine.

La capacità dell'Italia di assorbire un'esplosione sul fronte dei salari non è trascurabile, quando si consideri la forte posizione della sua bilancia corrente fino allo scorso autunno, un certo margine di risparmio sui costi di lavoro accantonato precedentemente, e la possibilità di aumentare sensibilmente il saggio di espansione della produttività. Tuttavia, ove si voglia evitare un regresso come quello del 1963-64, tutti dovranno compiere uno sforzo comune per arrestare la spirale prezzi-salari e conseguire un aumento della produttività attraverso un rapido e notevole incremento della produzione. Inoltre, non si sottolineerà mai abbastanza risolutamente che la situazione richiede ora energiche misure restrittive non soltanto di natura monetaria ma anche di carattere fiscale.

Giappone.

Dato il ritmo vertiginoso con cui l'economia giapponese ha proceduto per oltre un decennio all'industrializzazione del paese, il fatto che lo scorso anno il prodotto nazionale lordo reale sia cresciuto del 13% non costituisce una novità. Ciò che invece sorprende è che la bilancia dei pagamenti, che già aveva registrato un saldo passivo dopo diversi anni di rapida espansione economica, si è andata consolidando nell'anno di "boom" 1969. I conti con l'estero potranno

forse presentare sintomi di indebolimento con l'aumentare delle pressioni sulle risorse interne, ma nei primi mesi di quest'anno non se ne notava alcun segno.

L'attuale ripresa ciclica, che ebbe inizio nell'autunno del 1965, ha continuato a progredire rapidamente durante lo scorso anno. Esportazioni e investimenti in impianti e attrezzature hanno costituito le forze prevalenti della domanda; entrambi i fattori hanno subito un'espansione di circa il 20 %, dopo aver registrato un incremento di oltre il 22 % l'anno prima. Anche l'edilizia residenziale è aumentata sensibilmente e persino i consumi privati si sono dilatati di quasi il 10 %.

Negli anni precedenti della presente fase espansionistica era stata mantenuta la stabilità dei prezzi; i prezzi ingrosso e all'esportazione erano rimasti pressochè stazionari e gli aumenti del costo della vita non erano stati eccessivi, se considerati in rapporto ad un contesto socio-economico altamente dinamico come quello giapponese. E tutto ciò nonostante incrementi salariali assai superiori al 10 %. Alla metà del 1969 tuttavia era evidente che i prezzi stavano gonfiandosi e che i miglioramenti salariali avevano subito una forte accelerazione. Alla fine dell'anno l'indice del costo della vita era cresciuto di circa il 6,5 % nel corso di dodici mesi, mentre i prezzi ingrosso erano saliti del 4 % e i prezzi all'esportazione del 5,5 %. Durante l'anno, l'aumento dei salari è stato di oltre il 16 % contro meno del 12 % nell'anno prima.

Le restrizioni monetarie, adottate nel settembre 1967 in seguito ad un saldo passivo registrato nella bilancia dei pagamenti, erano state progressivamente attenuate sino alla fine dell'autunno del 1968, avendo conseguito il loro obiettivo. Pertanto, all'inizio del 1969 il compito della politica monetaria era più agevole di quanto fosse stato un anno prima. Ma nonostante ciò, il comportamento delle autorità continuava ad essere prudente; il saggio di sconto non era tornato al livello al quale si trovava prima della stretta creditizia e le grandi banche erano tuttora obbligate a fare molta attenzione alla posizione delle loro riserve. Inoltre, il bilancio pubblico per l'anno finanziario 1969-70 era stato improntato a una linea di neutralità fiscale; di fatto, nel 1969 il saggio di incremento della spesa pubblica è stato, come nei due anni precedenti, assai inferiore all'espansione nominale dell'economia.

La necessità di rallentare l'incipiente spirale inflazionistica ha tuttavia indotto le autorità a inasprire la politica monetaria a partire dalla fine dell'estate. Il 1° settembre è stato aumentato il saggio di sconto, come pure le riserve legali sui depositi a vista; nell'ultimo trimestre anche la cosiddetta "istruzione concernente la posizione delle riserve" per le banche cittadine è stata resa più rigorosa. D'altra parte, le proposte riguardanti il bilancio pubblico dell'anno finanziario 1970-71 prevedevano un aumento di quasi il 18 % nella spesa. Il governo avrebbe peraltro dovuto ridurre il suo ricorso al credito, tanto come percentuale delle entrate, quanto in cifra assoluta, e si aumentò lievemente l'aliquota dell'imposta sulle società. Ciò nonostante, la politica fiscale, così come è formulata attualmente, non avrà probabilmente un grande effetto restrittivo.

Negli ultimi mesi del 1969 e nel primo trimestre del corrente anno non si sono che notati scarsi sintomi di rallentamento nell'economia. Produzione industriale, spedizioni, investimenti in impianti e spesa personale hanno continuato

ad espandersi. Il movimento ascendente dei prezzi ingrosso e di quelli al consumo non si è arrestato, mentre i maggiori redditi e l'incremento nelle ordinazioni di macchinari industriali indicano che le principali fonti della domanda hanno mantenuto il loro precedente saggio di espansione.

E' su questo sfondo di domanda in eccesso e di un inasprimento appena avvertito della politica monetaria che la bilancia dei pagamenti è riuscita a ottenere l'eccezionale risultato di accrescere il suo saldo attivo da \$1,1 a 2,3 miliardi. Nel 1967 era stato registrato un saldo passivo di \$571 milioni, sicchè nello spazio di due anni si è verificata una variazione di quasi \$2,9 miliardi nella bilancia globale; di questo importo \$2,6 miliardi sono da ascrivere al conto merci, dato che in entrambi gli anni le esportazioni sono cresciute assai più rapidamente delle importazioni. Questo risultato è dovuto principalmente ad una colossale espansione delle esportazioni, soprattutto verso gli Stati Uniti ed i paesi dell'Asia sud-orientale. Nel terzo trimestre dello scorso anno le esportazioni sono andate rallentando, ma da allora hanno subito nuovamente un sensibile aumento. Sebbene l'incremento delle importazioni si sia accelerato, l'avanzo commerciale rimane consistente.

Del saldo attivo di \$2,3 miliardi, soltanto \$0,8 miliardi sono affluiti alle riserve ufficiali; \$1,5 miliardi hanno rappresentato un miglioramento nella posizione delle banche sull'estero. Per la maggior parte del 1969 gli elevati saggi d'interesse per l'eurodollaro hanno indotto le banche ad accrescere le loro attività e a ridurre il loro indebitamento verso il mercato dell'eurodollaro e, da aprile in poi, le autorità hanno incoraggiato un simile processo allo scopo di impedire un'eccessiva espansione delle riserve.

Canada.

Come il suo grande vicino a sud, il Canada ha dovuto fronteggiare un'inflazione piuttosto persistente dei prezzi. Dopo tre anni di espansione abbastanza rapida, verso la fine del 1968 l'aumento dei prezzi ha presentato sintomi di accelerazione. Le autorità canadesi hanno reagito con energiche misure monetarie e fiscali restrittive: con il progredire del 1969, le banche sono state assoggettate alla stretta tanto dalla riduzione nell'espansione dei mezzi di pagamento quanto da un incremento delle riserve obbligatorie secondarie; il saggio ufficiale di sconto è stato portato, in quattro fasi, dal 6% nel dicembre 1968 all'8% nel luglio 1969. Sulla base dei conti nazionali, la posizione netta globale del settore pubblico è passata da un disavanzo di \$can. 190 milioni nel 1968 ad un'eccedenza di poco più di \$can. 1 miliardo nel 1969. Queste misure restrittive hanno contribuito a ridurre l'incremento reale del prodotto nazionale dal saggio annuale troppo elevato di oltre il 7% tra il secondo semestre del 1968 e il primo trimestre del 1969 a meno del 2% dal primo all'ultimo trimestre del 1969. Dal marzo al dicembre 1969 la produzione industriale, in una situazione molto offuscata da scioperi, non ha praticamente presentato alcun progresso ulteriore. Nonostante questo brusco mutamento nella tendenza della produzione - e sebbene il potenziale di espansione a lungo termine dell'economia canadese sia di oltre il 5% - l'aumento dei prezzi non ha dato finora segni di volersi attenuare.

I principali settori in cui la domanda si è sviluppata più lentamente sono stati quelli dei beni di consumo durevoli (soprattutto automobili), dell'edilizia residenziale e delle spese effettuate dal settore pubblico. L'accumulazione delle scorte è diminuita dopo il primo trimestre; gli investimenti fissi delle imprese hanno tuttavia continuato ad espandersi nonostante gli scioperi e i costi per interessi eccezionalmente elevati. Le previsioni concernenti gli investimenti per il 1970 denunciano un incremento dell'11,7% rispetto alle stime degli investimenti effettuati nel 1969.

Il livello dell'occupazione ha seguito da vicino la tendenza della produzione e, rettificato per variazioni stagionali, non ha mostrato ulteriori progressi dopo giugno. Questo andamento si è rispecchiato più nel rallentamento dell'espansione delle forze lavorative e in una riduzione delle ore di lavoro settimanali che nell'incremento del saggio di disoccupazione. In seguito però all'aumento del costo della vita e ai confronti con i salari in vigore negli Stati Uniti, l'attenuazione delle pressioni sulla domanda di mano d'opera non ha affatto moderato la richiesta per miglioramenti di salari e stipendi. Soprattutto nel secondo e terzo trimestre del 1969 l'economia canadese ha subito una serie di gravi scioperi. L'incremento annuale dei salari, valutato sui saggi di base degli accordi collettivi stipulati nel 1969, è stato del 7,9% (escluso il settore dell'edilizia), ossia quasi altrettanto che nel 1968, mentre gli aumenti concordati nel quarto trimestre sono ammontati a quasi il 9%. Poichè i progressi nella produttività sono andati rallentando parallelamente con la contrazione nel ritmo generale dell'economia, nella seconda metà del 1969 i costi unitari di lavoro hanno superato del 7,5% il livello di un anno prima. I profitti per unità di prodotto, relativamente elevati per l'ultimo trimestre del 1968 e la prima metà del 1969, sono scesi sensibilmente durante il resto dell'anno.

Sulla base dei dati dal dicembre al dicembre successivo, l'aumento dei prezzi ingrosso è passato dal 2,8% nel 1968 al 4,1% nel 1969 e quello dei prezzi al consumo dal 4,1 al 4,6%. I prezzi dei servizi hanno compiuto un balzo del 7,1% e, sebbene i prezzi dei beni di consumo durevoli siano saliti soltanto dell'1,6%, questa aliquota è stata tuttavia di tre volte superiore a quella per il 1968.

Nel 1970 non si sono finora verificate variazioni importanti nella situazione economica. L'economia canadese ha continuato ad espandersi con un ritmo ben al disotto del suo accrescimento potenziale, ma salari e prezzi non hanno manifestato sintomi di rallentamento. Le vendite di beni di consumo durevoli e le costruzioni iniziate si sono ulteriormente contratte, mentre gli investimenti fissi hanno progredito rapidamente e le esportazioni, che erano state colpite dagli scioperi del 1969, si sono nuovamente consolidate.

Era ormai evidente che i miglioramenti salariali avevano assunto un andamento indipendente che poco aveva a che vedere con l'alleggerimento delle pressioni sul mercato del lavoro. E con un saggio di espansione di fondo delle forze lavorative di circa il 3%, una prolungata lotta contro l'inflazione di prezzi-salari attraverso generali misure restrittive di politica monetaria e fiscale avrebbe probabilmente comportato costi crescenti in termini di minore utilizzo del potenziale dell'economia.

Allo scopo di accorciare l'intervallo fra l'inizio delle politiche restrittive e il loro effetto su salari e prezzi, alla fine del 1968 il governo annunciò che sarebbe stata costituita una Commissione dei prezzi e redditi. Finora questa Commissione è stata in grado di ottenere il sostegno del settore delle imprese e di quello pubblico, mentre la sua capacità di contenere la mentalità inflazionistica dipende soprattutto dalla sua possibilità di assicurarsi la collaborazione dei sindacati dei lavoratori. Un'altra condizione importante per poter ripristinare una ragionevole stabilità dei prezzi è che le tendenze inflazionistiche si indeboliscano negli Stati Uniti.

Belgio.

Dalla fine del 1968 e per tre trimestri dello scorso anno l'economia belga è stata agitata dalle tempeste che scuotevano i mercati dei cambi e monetari internazionali. In aggiunta, l'attività dell'economia si è andata accelerando per cui, quasi improvvisamente, si è sviluppata una situazione di pressione della domanda sulle risorse. L'insieme dei problemi interni ed esterni ha dato molto da fare ai responsabili della politica economica belga nel formulare una serie di misure affinché la situazione non sfuggisse di mano. Fortunatamente i loro sforzi sono stati coronati da un discreto successo.

Sul piano internazionale, il franco belga ha subito dapprima le incertezze circa la sorte del marco tedesco e del franco francese. Già all'inizio del novembre 1968, al momento della crisi del DM, il franco belga si era indebolito sul mercato dei cambi perchè imprese e istituti finanziari belgi proteggevano le obbligazioni in DM con coperture di cambio. E sebbene nei mesi successivi del 1969 vi siano stati periodi di relativa calma, non si è verificato alcun riflusso di fondi dalla Germania, ma, al tempo delle crisi del DM in maggio e in settembre, si sono avute nuove pressioni sul franco. Inoltre, l'improvvisa svalutazione del franco francese in agosto ha avuto conseguenze sulla fiducia nel franco belga. Il generale stato d'incertezza si è rispecchiato nello sconto che dal novembre 1968 si è andato sviluppando sul mercato libero del franco; poi il divario fra le quotazioni controllate e quelle del mercato libero si è sensibilmente ampliato con punte, tanto in maggio che in settembre, dell'8%. La situazione sul mercato non è ritornata normale fin dopo la rivalutazione del marco tedesco.

La fonte più importante delle difficoltà esterne è tuttavia probabilmente dovuta al divario che si era creato nei saggi d'interesse a breve e a lungo termine fra il mercato belga e quelli internazionali. Sino alla fine di dicembre 1968 le autorità belghe avevano perseguito una politica di danaro facile, come indica il saggio di sconto del 3,75%, per sostenere il ritmo dell'espansione economica. Il cospicuo incremento dei saggi internazionali nei mesi successivi costituì una potente attrazione per i fondi belgi; in parole povere, gli investitori invece di carta emessa dal governo belga, hanno acquistato saldi e titoli in dollari come d'altronde erano liberi di fare. Per arginare il deflusso di capitali erano necessarie misure rigorose.

Sul piano interno, nel 1968 l'espansione dell'economia era proceduta con ritmo moderato; mentre le esportazioni stavano crescendo di buon passo, la do-

manda di investimenti privati ristagnava, nonostante le condizioni monetarie agevolvoli, sicchè era il settore pubblico a imprimere lo stimolo all'attività. Dato questo stato di cose, i prezzi presentavano una stabilità ragionevole, non vi erano segni di tensioni della domanda e la disoccupazione non cominciò a regredire che nel quarto trimestre. Persino dopo che, nel 1969, il franco belga era stato sotto pressione per diversi mesi, non si notò alcun sintomo di mutamento decisivo nella situazione interna.

In un clima internazionale di domanda inflazionistica, le esportazioni acquistarono una crescente forza dinamica, aumentando del 20% dal dicembre 1968 al dicembre 1969 contro il 10% nei dodici mesi precedenti. Inoltre, gli investimenti fissi passarono da una lieve contrazione nel 1968 ad un incremento del 9,5% nel 1969. Conseguentemente, anche se l'espansione dei consumi pubblici è stata minore, il prodotto nazionale lordo reale è cresciuto del 6% contro il 3,8% l'anno prima. L'economia stava sicuramente entrando in una fase di surriscaldamento e non è pertanto sorprendente che prezzi e salari abbiano subito incrementi maggiori che nell'anno prima. Resta tuttavia da chiedersi se le pressioni interne, da sole, possano essere considerate la causa principale del progresso compiuto dall'inflazione, soprattutto se si tiene presente la funzione importante delle esportazioni nel quadro della domanda. Sembrerebbe piuttosto che, nel Belgio, prezzi e salari fossero destinati a rispecchiare in qualche misura i cospicui aumenti registrati nei paesi vicini.

Su questo sfondo esterno e interno risulta evidente la tattica seguita nell'orientarsi verso misure restrittive. Dal dicembre 1968 al settembre 1969 il saggio di sconto è stato aumentato sei volte, dal 3,75 al 7,5%; si imposero limiti all'espansione delle anticipazioni bancarie e le facilitazioni di sconto delle aziende di credito presso l'istituto di emissione vennero ridotte. Anche una parte delle posizioni valutarie delle banche fu sottoposta ad un limite e si inasprirono i controlli valutari, nonché le condizioni concernenti le vendite rateali ed i prestiti personali. Da parte sua, il governo sospese la "tranche" di contingenza del bilancio straordinario e apportò tagli alla spesa ordinaria nel bilancio pubblico. Le misure non furono introdotte come un unico programma restrittivo, ma adottate durante il periodo sopra citato e accresciute secondo le necessità. L'entrata in vigore dell'imposta sul valore aggiunto, fissata per il 1° gennaio 1970, è stata differita, in considerazione forse dell'esperienza olandese.

Il deflusso di fondi belgi per investimenti all'estero è stato rallentato considerevolmente dall'aumento dei saggi d'interesse all'interno del paese e dalla penuria di liquidità, ma ciò nonostante la posizione per quanto riguarda i pagamenti verso l'estero è migliorata decisamente soltanto dopo la rivalutazione del marco tedesco. Questo fatto risulta in modo nettissimo dall'inversione di tendenza nella bilancia corrente, calcolata sulla base dei conti di cassa: sebbene per l'anno nel suo complesso sia stata registrata un'eccedenza di circa \$80 milioni, nei primi tre trimestri era stato conseguito un deficit di \$225 milioni, mentre nell'ultimo trimestre si era avuto un avanzo di \$305 milioni. Una parte cospicua di questo mutamento è dovuta al capovolgimento che si verificò nei termini di pagamento. Il saldo attivo dei conti con l'estero per l'anno è ammontato a \$170

milioni ed è stato ottenuto grazie ad un notevole afflusso di capitali di non residenti (costituiti soprattutto da prestiti concessi a istituti non monetari del settore pubblico).

Nel quarto trimestre è apparso qualche sintomo di una situazione interna più distesa e nei primi mesi del 1970 tanto la produzione industriale quanto le esportazioni ed importazioni si sono mantenute stazionarie. Fino ad oggi le tendenze dei prezzi hanno seguito un movimento ascendente avente lo stesso ritmo di quello del 1969 e anche i salari hanno continuato a salire in misura eccessiva. La situazione è perciò rimasta improntata a restrizioni, sebbene con qualche attenuazione dei controlli in considerazione della ristabilita posizione esterna del franco belga.

Paesi Bassi.

Nel corso del 1969, mentre vi sono stati per le autorità olandesi anche problemi connessi con il forte aumento dei saggi d'interesse e le perturbazioni provocate dalle manovre speculative sui mercati dei cambi, l'effettiva e potenziale inflazione dei prezzi interni ha costituito il principale oggetto delle misure adottate.

Alla fine del 1968 l'accelerazione della domanda interna, determinata dalla prevista entrata in vigore - il 1° gennaio 1969 - dell'imposta sul valore aggiunto, aveva aumentato la pressione sulle risorse disponibili che già si faceva sentire dopo diciotto mesi di produzione crescente. La disoccupazione si era ridotta dal 2,2% del giugno 1968 all'1,5% del gennaio 1969 e, sul volgere dell'anno, saggi salariali orari erano superiori dell'8% a quelli di un anno prima. La politica monetaria ha quindi mutato indirizzo ed è stata volta al contenimento di una domanda pericolosamente in eccesso.

Approfittando della fase di passaggio al nuovo sistema di imposizione sul valore aggiunto, gli imprenditori avevano colto l'opportunità di addossare all'imposizione medesima gli aumenti dei costi, tanto quelli già verificatisi quanto gli altri previsti per il futuro. I prezzi al consumo aumentarono pertanto nel corso del primo quadrimestre del 1969 di circa il 6%, incremento questo che soltanto per un quarto può essere strettamente attribuito alla nuova imposta. In vista dell'impennata dei prezzi, il governo impose allora il blocco dei medesimi, il cui andamento si è mantenuto perfettamente stabile nel corso del successivo quadrimestre e solo moderatamente ascendente per il resto dell'anno dopo che, in settembre, il blocco venne rimosso.

Sebbene durante l'ultima parte dell'anno la politica dei prezzi sia stata coronata da un buon successo, la loro stabilità appare tuttora in pericolo. Il divario fra costi di lavoro per occupato e l'incremento della produttività si è allargato dal 2% nel 1968 al 6% nel 1969. Contemporaneamente, dato che i prezzi crescenti hanno assorbito buona parte dell'aumento salariale, intaccato anche, sebbene, in minor misura, dai carichi fiscali e dai contributi per le assicurazioni sociali, il miglioramento dei redditi reali è stato modesto. Le organizzazioni dei lavoratori hanno perciò premuto, e con successo, per ottenere l'inclusione della scala mobile nella maggior parte dei nuovi contratti di lavoro. L'ascesa dei prezzi

tra il dicembre 1969 e l'aprile 1970, pari al 2,7%, è stata piuttosto sensibile ed un ulteriore balzo in avanti potrà verosimilmente verificarsi quando avrà luogo, l'allineamento dei salari all'aumentato costo della vita. L'introduzione della scala mobile ha quindi accentuato la priorità che la stabilità dei prezzi assume fra gli obiettivi di politica economica.

Oltre che intervenire direttamente con il blocco dei prezzi, il governo ha tentato di perseguire una politica fiscale antinflazionistica e nel 1969 è riuscito a contenere il disavanzo di bilancio quasi allo stesso livello dell'anno precedente, nonostante un'imprevista contrazione delle entrate verificatasi durante la fase di transizione al sistema di imposizione sul valore aggiunto. Per il 1970, l'aumento preventivato della spesa pubblica è nuovamente inferiore all'espansione del prodotto nazionale lordo, e l'obiettivo del bilancio è appunto la riduzione del deficit. Come nel 1969, il governo intende finanziare il disavanzo ricorrendo ampiamente all'indebitamento sul mercato dei capitali.

In tali circostanze, la politica perseguita dalla banca centrale è stata di tipo restrittivo. Il saggio di sconto è stato elevato, a tappe successive, dal 4,5% nel dicembre 1968 al 6% nell'agosto 1969. Il saggio di espansione del credito bancario a breve al settore privato è stato limitato al 10% nel 1969 e, per il 1970, si tende ad un saggio leggermente inferiore, soggetto comunque ad eventuali variazioni in relazione agli sviluppi dell'economia. Sebbene, nel 1969, le imprese si siano maggiormente orientate verso il credito bancario a lungo termine, gli investimenti privati sono stati assai contenuti. Un aumento relativamente basso del credito ai consumatori e l'inasprimento delle dilazioni di pagamento rateale hanno contribuito a ridurre l'espansione dei consumi privati. Le esportazioni sono state peraltro molto sostenute e il prodotto nazionale lordo ha potuto ulteriormente espandersi di oltre il 5% in termini reali.

Quanto alla bilancia dei pagamenti, i conti commerciali calcolati sulla base delle transazioni si sono un po' deteriorati mentre è rimasta pressochè invariata la situazione delle partite invisibili. Sulla base peraltro dei conti di cassa la bilancia delle partite correnti è migliorata, grazie principalmente ai favorevoli termini di pagamento. Tenendo conto dei movimenti di capitali a lungo termine e di capitali non monetari a breve, la bilancia dei pagamenti si è chiusa nel 1969 con un avanzo di \$150 milioni, avanzo che sino a questo momento è rimasto sostanzialmente invariato.

Svezia.

Durante lo scorso anno l'andamento della congiuntura ha seguito in Svezia un decorso già osservato in altre occasioni, con un'espansione della domanda globale tale da premere sul potenziale produttivo disponibile e da provocare in parte, essendo anche intervenuto un mutamento nei flussi di capitali, una forte perdita di riserve valutarie.

La ripresa manifestatasi già nel 1968 ha progressivamente acquistato slancio nel 1969. Le esportazioni hanno continuato ad accrescersi ad un saggio soddisfacente, si sono ripresi gli investimenti fissi delle aziende commerciali dopo il

rallentamento del precedente biennio e si è nuovamente consolidata la domanda volta alla costituzione di scorte, specialmente di materie prime e di prodotti semilavorati. La produzione ha continuato ad aumentare sino alla tarda estate del 1969, accompagnandosi ad un sensibile miglioramento del saggio di produttività. Successivamente però le pressioni sulla capacità produttiva ed il lento accrescersi delle forze di lavoro hanno determinato il contenimento dello slancio espansivo, essendosi il livello di disoccupazione ridotto ad un'entità trascurabile. Il prodotto nazionale reale lordo, che nel 1968 era aumentato del 4%, si è accresciuto del 5,2% ma il volume delle importazioni, per riflesso delle pressioni sulla capacità produttiva e del processo di ricostituzione delle scorte, si è sviluppato del 13%.

Alla fine del 1969 il livello dei guadagni orari dell'industria era superiore dell'11,2% a quello dell'anno precedente. Sono stati conclusi contratti collettivi di lavoro che hanno stabilito cospicui aumenti, nel corso dell'anno, dei salari corrisposti ai lavoratori meno retribuiti. A causa, in parte, del fatto che le istanze di altri gruppi non erano state completamente accolte, la Svezia ha conosciuto la nuova esperienza degli scioperi a sorpresa. L'effetto delle controversie sindacali sui costi del lavoro è stato comunque relativamente limitato e l'accelerazione negli aumenti concessi di fatto è stata principalmente determinata dall'eccesso di domanda di forze lavorative. L'indice dei prezzi al consumo, riflettendo altresì i più elevati prezzi all'importazione, è salito del 6,7% nel periodo di dodici mesi terminato con il marzo del corrente anno, contro un aumento dell'1,9% nei dodici mesi precedenti.

Sebbene le esportazioni della Svezia si siano notevolmente sviluppate tanto nel 1968 quanto nel 1969, il loro aumento è stato in qualche misura annullato da quello delle importazioni. Inoltre la bilancia delle partite invisibili, che già aveva fatto registrare una costante flessione nel corso degli anni sessanta, ha continuato a deteriorarsi. Come negli anni precedenti, tale peggioramento va in massima parte ascritto al più forte incremento delle spese dei turisti e dei trasferimenti unilaterali, specie quelli diretti verso i paesi in via di sviluppo. Correlativamente lo sbilancio delle partite correnti, che nel 1968 si era ragguagliato a cor.sv. 0,6 miliardi, ha raggiunto nel 1969 cor.sv. 1,1 miliardi. In pari tempo, il saldo delle transazioni registrate di capitali, normalmente attivo negli ultimi anni, è divenuto negativo avendo subito tra il 1968 ed il 1969 una variazione di circa cor.sv. 0,8 miliardi. Sebbene la successione dei tempi indichi che i divari sui saggi d'interesse e le coperture in DM hanno avuto il loro peso, le uscite di capitali a lungo termine, in particolare gli investimenti diretti, sono state assai sensibili durante l'intero anno.

Le riserve ufficiali sono notevolmente diminuite tra il novembre 1968 ed il settembre 1969 e, sebbene si siano in parte riprese dopo la rivalutazione del marco tedesco, si sono ulteriormente ridotte nel primo trimestre del 1970. Per ristabilire l'equilibrio sembra sia necessario un significativo miglioramento della bilancia dei pagamenti di base.

Nell'affrontare questi problemi di squilibrio interno ed esterno le autorità hanno principalmente fatto affidamento sulle restrizioni creditizie. Gli aumenti del saggio di sconto della Riksbank dal 5 al 6% nel febbraio 1969 e dal 6 al 7%

nel mese di luglio hanno influenzato la generalità dei saggi interni. La capacità di prestito delle banche è stata progressivamente contenuta, durante il 1969, mediante soprattutto l'inasprimento degli obblighi di riserva e l'imposizione di limiti quantitativi sull'accesso al credito della banca centrale. Inoltre, al fine di contribuire a frenare l'esodo dei capitali, sono stati rafforzati i controlli valutari, limitando specialmente le autorizzazioni degli investimenti diretti effettuati all'estero dai residenti.

Da parte sua, nel 1969, il governo ha posticipato alcune voci di spesa e ha sottoposto a più severe norme il settore dell'edilizia. Nel febbraio 1970 sono state aumentate alcune imposte, in particolare quella che colpisce il valore aggiunto dei beni di consumo durevole e si sono preventivate ulteriori economie di spesa. Nel mese di aprile sono state preannunciate nuove misure fiscali, tra le quali un'imposta del 25% sull'edilizia non prioritaria, ed in maggio, infine, sono stati imposti limiti massimi all'espansione del credito bancario. Siccome prezzi e salari continuano a crescere, il deficit dei conti con l'estero a persistere e la domanda globale non mostra di reagire che scarsamente, sembra rendersi necessaria l'adozione di una più severa politica di bilancio.

Svizzera.

Anche in Svizzera, nel corso del 1969, il saggio di espansione dell'economia si è ravvivato e la domanda globale ha pesato sulla capacità produttiva. La disoccupazione è praticamente scomparsa, mentre le limitazioni all'occupazione dei lavoratori stranieri erano state attenuate. Sebbene l'inflazione dei prezzi e dei salari fosse di casa nei paesi confinanti, in Svizzera le tendenze inflazionistiche sono state contenute in proporzioni del tutto ragionevoli. La domanda estera ha rappresentato sin dall'inizio la forza motrice dell'attuale sviluppo economico: il flusso reale delle esportazioni di merci e servizi, che già nell'anno precedente si era accresciuto di quasi l'11%, è aumentato nel 1969 di oltre il 12%. Ma anche tutte le componenti della domanda interna si sono ravvivate nel corso dell'anno: gli investimenti nell'edilizia e quelli industriali sono stati particolarmente vivaci e, unitamente ad un più sensibile incremento dei consumi, hanno contribuito a far sì che le importazioni si sviluppassero in misura ancora maggiore delle esportazioni.

L'espansione dei consumi pubblici è stata altresì più forte che non l'anno precedente. Per quanto riguarda la Confederazione, le entrate sono aumentate più del previsto grazie al "boom" ed hanno consentito un leggero avanzo in luogo del disavanzo inizialmente previsto.

Sebbene il quadro generale del 1969 appaia ben equilibrato, tensioni hanno cominciato a manifestarsi intorno alla metà dell'anno e, nel secondo semestre, l'espansione della domanda e della produzione è stata maggiore che nel semestre precedente. La produzione aveva accusato difficoltà nel reggere il ritmo delle crescenti ordinazioni sin dalla metà del 1968: ma, nella seconda metà del 1969, i termini di consegna si sono ancora eccezionalmente dilatati, sebbene l'indice della produzione sia aumentato dell'11% nell'intero arco dell'anno medesimo. Non vi sono state sensibili ripercussioni sui prezzi, eccettuati quelli ingrosso e in

questo caso l'aumento è soprattutto dovuto all'incremento dei prezzi all'importazione, successivamente accentuato dalla rivalutazione del DM.

In vista dell'istituenda legge intesa a ridurre le forze straniere di lavoro, nell'ultima parte dell'anno sono stati accelerati gli investimenti fissi. Tale legge, poi approvata all'inizio del 1970, pone il veto all'ingresso di nuovi lavoratori stranieri e prevede la sostituzione di quelli che lasciano la Svizzera con criteri piuttosto limitativi. Mentre in precedenza le aliquote di lavoratori erano assegnate ad ogni impresa dai singoli cantoni, la nuova aliquota si applica all'intera Confederazione e tende ad accentuare la mobilità delle forze di lavoro straniere.

Il "boom" degli investimenti pone per la prima volta al banco di prova i nuovi accordi stipulati nella sfera della politica economica. Ai primi di settembre del 1969 è stato concluso un accordo vincolante per la maggioranza degli istituti bancari che dà facoltà alla Banca nazionale di imporre coefficienti marginali di riserva e di porre limitazioni all'espansione del credito interno, nel caso in cui altre misure non siano sufficienti a regolare l'offerta di moneta. In presenza di tale accordo, la proposta di un emendamento alla legge sulla Banca nazionale, tendente a dotare la Banca medesima di analoghe potestà fondate però su norme legislative, è stata respinta dal parlamento. La prima direttiva impartita dalla Banca nazionale in applicazione del suddetto accordo è stata quella di porre un limite massimo all'espansione del credito, che si era sviluppato molto rapidamente nel corso del 1969.

Nel gennaio del corrente anno, dopo che le tensioni di fine 1969 erano divenute evidenti, è stato ridotto il saggio entro il quale deve essere contenuta l'espansione del credito. Contemporaneamente, numerose misure di stabilizzazione sono state adottate dal governo: le riduzioni tariffarie concordate in sede di "Kennedy round" sono state differite, i termini di pagamento rateale sono stati inaspriti e sono stati apportati tagli alla spesa delle autorità e dei servizi pubblici. Al fine di contenere la domanda estera sono state ridotte le garanzie contro i rischi sulle esportazioni, ma il Parlamento non ha ancora approvato il progetto tendente ad imporre agli esportatori la costituzione di depositi temporanei pari al 5% del valore delle esportazioni. Chiari segni indicano intanto che lo sviluppo di queste ha raggiunto un limite massimo e che le importazioni stanno crescendo ad un ritmo ancora più elevato.

Sebbene la bilancia delle partite invisibili sia probabilmente destinata a migliorare, si prevede che l'avanzo delle partite correnti debba ridursi rispetto all'elevatissimo volume di fr.sv. 2,2 miliardi raggiunto nel 1969. Il permanere di scarti del 2-3% fra i saggi d'interesse svizzeri e quelli correnti sui mercati esteri dovrebbe poi favorire l'ulteriore deflusso di capitali a lungo termine.

Paesi dell'Europa orientale.

Nelle economie dell'Europa orientale il progresso dell'attività è continuato con ritmo relativamente rapido, sebbene sia stato di alquanto inferiore a quello, in media, degli anni precedenti. Sulla produzione globale dell'URSS, Polonia, Germania orientale e Cecoslovacchia hanno influito negativamente le avverse

condizioni atmosferiche da cui è stata colpita l'agricoltura. Per l'area nel suo complesso, l'occupazione nell'industria è cresciuta di oltre il 2% e la produttività di quasi il 5%. Per i settori non industriali, soprattutto quello dei servizi, che assorbono una quantità maggiore di mano d'opera, i fattori qualitativi dell'espansione economica sono diventati vieppiù importanti. Le riforme economiche, già in corso da qualche anno, hanno soprattutto lo scopo di migliorare l'efficienza e di accelerare le innovazioni. In diversi di questi paesi, al completamento di programmi d'investimento, già iniziati, è stato impresso un ritmo più rapido a spese di nuovi progetti, per ridurre il rapporto marginale fra capitali e produzione. I nuovi investimenti sono stati convogliati verso i settori nei quali la tecnologia consente il massimo slancio. Continuano gli sforzi compiuti per superare il rigoroso bilateralismo negli scambi internazionali. Lo scorso anno, il volume del commercio all'interno dell'area e quello con i paesi situati fuori di essa è notevolmente cresciuto, sia in termini assoluti che in rapporto alla produzione globale.

**Economie dei paesi dell'Europa orientale:
Reddito nazionale, produzione industriale e agricola.**

Paesi	Prodotto materiale netto			Produzione industriale globale			Produzione agricola globale		
	1967	1968	1969	1967	1968	1969	1967	1968	1969
aumenti annuali reali, in percento									
Albania	7,5	11,0	11,0	12,8	19,0	11,0	12,0	2,5	10,0
Bulgaria	9,0	6,4	7,7	13,5	10,4	10,0	3,5	-8,7	2,4
Cecoslovacchia . .	5,2	7,5	6,5	7,1	5,5	5,2	5,5	5,6	0,9
Germania orientale	5,4	5,3	5,0	6,5 ¹	6,1 ¹	7,0 ¹	6,2 ²	1,0 ²	-6,6
Polonia	5,6	9,0	3,5	7,7	9,4	8,9	2,5	4,5	-4,7
Romania	7,3	6,8	7,3	13,5	11,6	10,7	1,8	-3,7	4,8
Ungheria	8,7	5,0	6,0	8,9	5,0	3,0	4,0	1,0	5-6
URSS	7,0 ³	7,2 ³	6,0 ³	10,0	8,1	7,0	1,6	3,2	-3,2

¹ Esclusi i prodotti in corso di lavorazione. ² Produzione netta. ³ Reddito nazionale distribuito all'interno del paese.

Fonte: UN Economic Commission for Europe, *Economic Survey of Europe in 1969*.

Il panorama economico dell'*Unione Sovietica* è abbastanza rappresentativo dell'intera area. L'espansione del reddito nazionale è rallentata al 6% nel 1969 rispetto al 7,2% nel 1968. Questo andamento può essere attribuito, in ampia misura, ad una flessione, in termini assoluti, del 3,2% nella produzione agricola e, in grado minore, ad un rallentamento nella produzione industriale. Nell'industria, un aumento nella produttività del 4,8% è stato insufficiente per conservare lo stesso saggio d'incremento registrato l'anno precedente, in seguito ad una minore espansione nel livello di occupazione. La produzione industriale ha pertanto progredito del 7% contro l'8,1% l'anno prima. Per il secondo anno consecutivo la produzione di beni di consumo è cresciuta più rapidamente di quella dei beni d'investimento. L'incremento degli investimenti fissi, che è ammontato al 4%, è stato soltanto la metà di quello raggiunto nel 1968; il piano prevede tuttavia un aumento maggiore per il 1970. Alla metà del 1969 è stato introdotto un nuovo sistema nella pianificazione degli investimenti, con un più stretto coordinamento dei piani d'investimento e una maggiore flessibilità nel finanziamento

dei crediti. Le forze di lavoro si stanno spostando verso i servizi, seguendo i mutamenti verificatisi nella domanda per consumi. Nel 1969, la produzione di servizi è aumentata del 18% contro un incremento del 7,4% nel volume del commercio al minuto. Contemporaneamente, i salari nominali sono cresciuti del 3,9%, mentre l'anno prima erano saliti del 7,5%. L'espansione nel reddito pro capite, in termini reali, ha subito una flessione di un punto in ciascuno degli ultimi due anni, scendendo al 5%. Congiuntamente all'espansione nella produzione, il progresso meno rapido del potere d'acquisto delle famiglie ha manifestato la tendenza a ridurre la domanda in eccesso per beni di consumo.

In *Polonia*, il reddito nazionale e le esportazioni hanno sofferto — in misura persino più ampia che nell'Unione sovietica — di una flessione, del 4,7%, nella produzione agricola. Sebbene la produzione industriale sia cresciuta dell'8,9%, il reddito nazionale è diminuito dal 9% nel 1968 al 3,5% nel 1969. Le esportazioni di prodotti alimentari si sono ridotte di pari passo con la produzione agricola e il volume delle esportazioni si è dilatato del 10%, dopo aver registrato un incremento del 13% nel 1968. In pari tempo, le importazioni sono aumentate del 12,5%, cioè sono cresciute con ritmo leggermente più rapido che l'anno prima. Nonostante un congruo adeguamento delle pensioni, l'espansione nei redditi monetari è alquanto rallentata, dato che gli aumenti salariali sono stati limitati al 3%. L'offerta di beni di consumo è tuttavia rimasta tesa e verso la fine dell'anno la situazione è andata deteriorando.

Nella *Germania orientale* lo sviluppo industriale si è ulteriormente ampliato. Gli investimenti fissi sono aumentati del 13%, aliquota che si è sovrapposta ad un incremento del 10% nel 1968. Gli investimenti sono stati effettuati soprattutto nei settori industriali che richiedono una tecnologia progredita. La produzione industriale ha subito un incremento del 7% contro il 6,1% nell'anno precedente. Sebbene la produzione agricola sia diminuita del 6,6%, in seguito alla siccità durante l'estate, l'aumento del reddito nazionale è stato del 5%, ossia soltanto di poco inferiore a quello conseguito nel 1968. I salari reali sono cresciuti in misura quasi uguale al reddito nazionale. L'espansione accelerata delle vendite al dettaglio, che nel 1969 sono aumentate del 6,1% contro il 4,9% nel 1968, mette in evidenza che il tenore di vita ha subito un incremento press'a poco parallelo.

Gli squilibri fra la domanda e l'offerta che nel 1968 si sono sviluppati in *Cecoslovacchia* hanno manifestato la tendenza ad accentuarsi nel 1969. I redditi monetari sono aumentati dell'11,4%, mentre le spese sono salite del 12,3%. Queste percentuali contrastano fortemente con l'espansione reale del reddito nazionale che è ammontata al 6,5%. Nonostante questo andamento della domanda interna, le importazioni sono state contenute, sicchè un incremento del 5,3% nel 1969 ha fatto seguito ad uno di quasi il 15% nel 1968. Le esportazioni, d'altra parte, hanno registrato un'espansione del 9,5%, cioè sono cresciute con un ritmo quasi doppio che nell'anno precedente, conseguendo l'equilibrio nei conti con l'estero. Alla metà del 1969 sono state adottate misure antinflazionistiche e le stime del bilancio pubblico per il 1970 prevedono un'eccedenza.

In *Ungheria*, l'aumento dei redditi monetari, del 10%, non si è discostato di molto da quello registrato in *Cecoslovacchia*. Tuttavia, con imprese maggior-

mente orientate verso l'economia di mercato attraverso la riforma economica del 1968 e grazie a qualche diminuzione delle scorte nel commercio, gli sbilanci per quanto riguarda il settore dei consumatori sono apparsi meno evidenti. In seguito, in parte, alla riduzione dell'orario di lavoro non si è avuto alcun incremento nella produzione pro capite e, dato che l'industria si stava riorganizzando per adattarsi alla riforma economica, la produzione ha subito un'espansione soltanto del 3%. Ma poichè la produzione agricola è cresciuta con ritmo superiore alla media, l'aumento del reddito nazionale ha toccato il livello del 6%, cioè è stato di un punto superiore a quello dell'anno precedente. Le esportazioni si sono giovate dei buoni risultati conseguiti nell'agricoltura, nonchè delle condizioni di "boom" esistenti nell'Europa occidentale e si sono dilatate del 16%. Sebbene l'aumento delle importazioni si sia andato accelerando dall'1,5 al 7%, il modesto deficit della bilancia commerciale, registrato nel 1968 è stato sostituito da un avanzo di quasi \$150 milioni nel 1969.

In *Romania* l'incremento degli investimenti fissi, che aveva raggiunto saggi di oltre il 10% in ciascuno degli anni 1966-1968, si è ridotto al 5% nel 1969. L'espansione della produzione industriale è tuttavia diminuita di poco, essendo stata del 10,7%. Il saggio d'espansione delle importazioni, dopo aver toccato il 27,1% nel 1967, è sceso al 4 e 6%, rispettivamente nel 1968 e 1969. Un raddoppio del saggio d'incremento delle esportazioni al 10,4% ha soltanto contribuito a ridurre il passivo del saldo commerciale. Uno sviluppo analogo si è verificato in *Bulgaria*, paese nel quale le spese per investimenti fissi e importazioni sono effettivamente diminuite, mentre l'espansione nella produzione industriale e nelle esportazioni è rimasta relativamente stabile ad un saggio annuale, rispettivamente, del 10 e 11,5%. In entrambi i paesi il saggio di espansione nel prodotto materiale netto si è ripreso, nel 1969, dal 6,8 al 7,3% in Romania e dal 6,4 al 7,7% in Bulgaria. In *Albania* l'incremento nel reddito nazionale dell'11% è stato pari a quello registrato nel 1968. Esso è stato il risultato di ottimi raccolti, mentre la produzione industriale, dopo essere aumentata del 19% nel 1968, è cresciuta dell'11% nel 1969.

Durante il 1969, in *Jugoslavia* l'attività economica è stata stimolata dall'espansione monetaria del 1968. Il prodotto nazionale lordo, a prezzi costanti, è cresciuto del 10%, dopo essere aumentato del 4% nel 1968. Il movimento ascendente è stato tuttavia accompagnato da prezzi fortemente in aumento; in dicembre 1969 i prezzi al consumo superavano del 12% il livello di dodici mesi prima. Anche il volume degli scambi internazionali si è notevolmente dilatato, soprattutto quello con i paesi dell'Europa occidentale. Il deficit commerciale è aumentato da \$120 a 660 milioni in seguito ad incrementi nelle importazioni ed esportazioni di, rispettivamente, il 19 e il 17%. Dati i cospicui introiti dal turismo e un sensibile aumento delle rimesse dei lavoratori all'estero, il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti (circa \$130 milioni) ha superato soltanto in modesta misura quello dell'anno precedente. Lo scopo più importante rimane sempre il conseguimento della stabilità dei prezzi, la quale contribuirebbe anche a migliorare i conti con l'estero.

II. MONETA, CREDITO E MERCATI DEI CAPITALI.

Gli ultimi diciotto mesi ci hanno fatto assistere ad un generale ritorno a politiche monetarie di tipo restrittivo da parte dei paesi industriali occidentali e del Giappone. Negli Stati Uniti e nel Canada siffatto mutamento d'indirizzo è intervenuto sul finire del 1968, quando già da qualche tempo il Regno Unito aveva intrapreso la via delle restrizioni monetarie. Sul Continente i tempi in cui sono stati adottati i nuovi orientamenti differiscono a seconda dei paesi e, in alcuni casi, ciò si è verificato solo nella seconda parte dell'anno.

In presenza di una forte domanda di credito e di una diffusa mentalità inflazionistica, la stretta monetaria ha condotto i saggi d'interesse a livelli notevolmente elevati. La spinta al rialzo è scaturita principalmente dagli Stati Uniti, ma ad essa hanno anche contribuito la politica del Regno Unito e, in una certa misura, il movimento dei capitali affluiti in Germania sino al momento della rivalutazione. Gli altri paesi si sono adeguati agli alti saggi internazionali, sebbene in alcuni casi essi avrebbero preferito affrontare i loro problemi interni in modo forse diverso.

A partire dallo scorso autunno, grazie specialmente agli sviluppi determinatisi in Germania, in Italia, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, gli scarti fra i vari saggi d'interesse sono divenuti assai esigui. Ma, dal momento che le pressioni inflazionistiche sono ancora assai diffuse, non è per ora dato intravedere alcuna tendenza verso saggi in diminuzione nè, per lo stesso motivo, è possibile scorgere chiaramente l'esistenza di movimenti comparativamente diversi da paese a paese.

Formazione di attività liquide e credito bancario.

Nel corso degli ultimi anni un vivace dibattito è andato svolgendosi sulla funzione della politica monetaria e sugli effetti dell'offerta di moneta sull'attività economica. Si è spesso trascurato il fatto che, in pratica, le variazioni dell'offerta di moneta sfuggono frequentemente all'efficace controllo della banca centrale; ovvero, considerando la questione da un altro punto di vista, che il comportamento dell'offerta di moneta consegue dall'intero complesso delle misure di politica economica, e quindi non soltanto dal governo della moneta e del debito pubblico, ma anche dalle politiche perseguite in materia di cambi esteri, di redditi e di bilancio. Eventuali distorsioni nei settori direttamente collegati con questi altri tipi di politica — quali, ad esempio, un tasso di cambio non appropriato, un'esplosione salariale o un forte squilibrio del pubblico bilancio — possono rendere difficile, se non impossibile, l'autonomo perseguimento da parte delle autorità monetarie degli obiettivi riguardanti l'offerta di moneta. In breve, il governo della moneta è causa ed insieme effetto dell'intero complesso delle misure di poli-

Sistema bancario: Situazione monetaria.

Paesi	Anni	Variazioni annuali nelle principali					PNL a prezzi di mercato	Moneta e quasi moneta ¹ in percento del PNL
		attività			passività			
		Attività estere nette	Credito al settore pubblico	Credito al settore privato	Moneta	Quasi moneta		
miliardi di unità monetarie nazionali								
Austria	1967	4,92	3,41	8,94	3,45	10,58	279	55,8
	1968	4,54	3,45	11,16	3,87	12,13	295	57,7
	1969	3,51	3,96	19,47	4,69	16,62	323	58,9
Belgio	1967	7,90	6,60	25,40	10,90	21,50	975	46,3
	1968	- 11,00	31,30	26,60	26,10	18,30	1.036	47,7
	1969	8,60	28,30	15,50	9,80	29,50	1.139	47,0
Canada	1967	0,01 ²	1,28	2,08	1,59	1,51	65,6	34,6
	1968	0,33 ²	0,75	2,06	1,64	1,86	71,8	36,1
	1969	0,07 ²	- 0,96	2,05	- 0,69	1,41	78,1	35,7
Danimarca	1967	0,00	- 1,21	2,95	1,78	1,84	85,0	46,6
	1968	- 0,12	3,06	3,71	3,54	2,34	92,7	49,4
	1969	- 0,52	0,75	6,33	3,00	2,04	105,2	49,0
Finlandia ³	1967	- 250	10	1.752	- 39	1.053	29.900	42,6
	1968	1.006	- 419	902	498	1.176	33.650	41,9
	1969	203	- 50	2.105	470	1.478	37.100	42,6
Francia	1967	1,18	5,26	24,90	9,04	20,53	572	42,0
	1968	- 15,72	3,26	34,63	15,84	13,77	625	43,4
	1969	- 9,35	3,51	23,43	0,94	17,10	724	40,8
Germania	1967	5,12	13,89	18,33	11,53	22,61	495	45,7
	1968	11,25	11,17	30,90	7,22	32,87	539	48,3
	1969	- 3,05	1,59	51,15	11,20	28,52	601	50,7
Giappone	1967	- 214	882	5.154	1.653	2.923	43.100	73,7
	1968	403	759	5.094	1.766	3.270	51.080	71,0
	1969	801	499	7.336	3.127	4.118	60.030	70,8
Italia	1967	225	259	3.569	2.534	1.595	43.800	69,8
	1968	346	1.484	2.924	2.284	1.736	47.100	73,1
	1969	- 750	1.125	4.256	3.327	1.128	51.500	75,4
Norvegia	1967	1,17	- 0,27	1,84	0,83	2,08	60,2	51,4
	1968	1,03	1,18	1,96	1,86	2,14	64,6	52,9
	1969	- 0,38	1,09	3,17	1,15	2,57	69,4	55,3
Paesi Bassi	1967	0,31	0,42	2,51	1,16	2,26	83,0	34,4
	1968	- 0,31	1,25	2,40	2,17	2,00	91,3	35,8
	1969	0,66	0,59	2,67	1,57	2,19	102,2	35,8
Regno Unito ⁴	1967	- 355	1.332	512	1.497	-	40.000	34,3
	1968	- 1.088	1.405	686	964	-	42.800	35,0
	1969	597	- 729	574	456	-	45.700	34,0
Spagna	1967	3,40	48,20	131,50	74,30	100,20	1.617	70,7
	1968	4,30	56,70	184,40	65,90	159,90	1.764	76,1
	1969	- 18,40	60,20	233,00	98,00	183,80	1.946	82,3
Stati Uniti	1967	- 0,10 ²	24,30	16,40	13,30	22,00	794	43,5
	1968	0,90 ²	13,80	30,40	11,90	20,60	866	43,2
	1969	1,30 ²	- 5,70	19,30	7,80	- 12,40	932	41,3
Svezia	1967	- 0,16	1,15	4,92	1,30	3,67	127	33,3
	1968	- 0,07	1,83	5,26	2,30	4,55	136	35,7
	1969 ⁴	- 1,77	2,37	1,48	- 0,54	1,26	147	35,6
Svizzera	1967	0,66 ⁴	0,80	6,23	2,26	3,45	68,8	100,5
	1968	2,55 ⁴	0,95	9,10	4,08	5,84	74,0	104,5
	1969	0,57 ⁴	1,41	11,50	4,30	11,53	79,9	112,8

¹ Medie annuali calcolate sulla base di dati trimestrali. ² Soltanto autorità monetarie. ³ Milioni di unità monetarie nazionali. ⁴ Soltanto la Banca nazionale.

Fonte: IMF, *International Financial Statistics*. Per Francia e Germania statistiche nazionali.

tica economica. E la politica monetaria, di per se stessa, può essere efficiente solamente quando il contesto in cui si trova ad operare è condizionato da appropriate misure adottate in ciascuno degli altri settori in cui si articola la politica economica.

Il concetto può essere illustrato con la tabella alla pagina precedente, dove le variazioni delle passività in moneta e quasi moneta del sistema bancario sono poste a raffronto con le corrispondenti variazioni intervenute 1) nelle attività nette sull'estero, 2) nel credito erogato al settore pubblico e 3) in quello accordato al settore privato.

La stretta monetaria si è tradotta, come di consueto, in una minore espansione della moneta e della quasi moneta in rapporto al prodotto nazionale lordo. Il rallentamento è stato particolarmente accentuato negli Stati Uniti, Regno Unito e Francia, ed è stato altresì avvertito in Belgio, Canada, Giappone e Svezia. Poichè, peraltro, tali rapporti sono basati su medie annuali, e giacchè, in alcuni casi, le restrizioni sono state o relativamente inefficaci o introdotte sul finire dell'anno, l'aumento delle attività liquide in alcuni paesi ha continuato a tenere il passo o addirittura a sopravanzare rispetto allo sviluppo del prodotto nazionale lordo. I relativi incrementi sono stati considerevoli in Svizzera, Spagna, Norvegia, Italia, Germania ed Austria. Inoltre, effettuando il raffronto con l'espansione del prodotto nazionale reale lordo distinta da quella dello stesso prodotto nominale lordo, la moneta e la quasi moneta hanno registrato un aumento ancora relativamente considerevole in tutti i paesi.

In alcuni paesi la rallentata espansione della moneta e della quasi moneta va in gran parte ascritta ad una riduzione dei crediti accordati dal sistema bancario al settore pubblico. Negli Stati Uniti, Regno Unito e Canada le variazioni sono state in effetti assai consistenti. Negli Stati Uniti il bilancio federale è passato dal considerevole deficit del 1967 e 1968 ad una posizione di avanzo nel 1969, mentre le banche, al fine di far fronte alle richieste di prestiti, hanno ridotto i loro portafogli di titoli governativi. Analogamente, nel Regno Unito l'intero settore pubblico è passato in attivo e le autorità monetarie hanno venduto in grande quantità titoli di prim'ordine all'infuori del sistema bancario. Anche in Canada il bilancio del governo centrale è passato dal disavanzo ad un modesto avanzo, mentre le banche, nel medesimo tempo, hanno realizzato titoli governativi sul mercato. In Giappone, i minori acquisti di titoli di stato da parte del sistema bancario sono principalmente da ascrivere alle più ridotte necessità finanziarie del governo.

Sul Continente, le modificazioni intervenute nei bilanci pubblici sono state come di consueto meno pronunciate, ma alcuni paesi hanno registrato risultati migliori dell'anno precedente. Anche in Belgio, il deficit del governo è stato inferiore, sebbene la tensione del mercato dei capitali abbia fatto leggermente aumentare il fabbisogno di mezzi monetari. Pure in Francia si è verificata una considerevole riduzione del deficit del bilancio statale. In Danimarca, il governo centrale ha utilizzato il sensibile avanzo di cassa per migliorare la situazione del conto intrattenuto con la banca centrale. In Germania, il settore pubblico ha mutato

la propria situazione finanziaria da passiva ad attiva, il che ha consentito al settore medesimo di rimborsare crediti bancari a breve e di sospendere il ricorso a nuove emissioni sul mercato. In Spagna, il minor credito netto concesso al settore pubblico ha principalmente rispecchiato un miglioramento del bilancio statale. Nei Paesi Bassi il deficit di cassa è stato leggermente inferiore, e il governo ha finanziato un'aliquota molto superiore del proprio fabbisogno mediante il ricorso al mercato dei capitali. In Italia, il ricorso del governo all'indebitamento è alquanto diminuito; peraltro, con l'avvento in estate della stretta monetaria, le banche hanno preso a vendere titoli di stato e la banca centrale ha dovuto contribuire a chiudere la breccia. In Svezia, un aumento del fabbisogno finanziario del governo è stato più che spiegato dall'espansione dei crediti governativi all'edilizia residenziale.

Il comportamento delle attività verso l'estero del sistema bancario e la loro distribuzione fra banca centrale ed aziende di credito hanno avuto una parte importante nel determinare il saggio di espansione della moneta e quasi moneta nel 1969. Nel Regno Unito un avanzo dei conti con l'estero ha contribuito a sostenere l'espansione monetaria, e negli Stati Uniti l'ampio afflusso di eurodollari, sebbene registrato come sorgente di fondi non aventi la caratteristica di depositi, ha prodotto sostanzialmente il medesimo effetto. In Giappone, dove l'avanzo esterno globale è aumentato, la formazione di attività liquide è stata contenuta in parte inducendo le banche a migliorare la loro posizione netta in valuta sull'estero. In Canada, d'altra parte l'avanzo dei conti di base è risultato alquanto inferiore e gli alti saggi d'interesse esteri hanno determinato un deflusso netto di fondi attraverso le banche.

Sul Continente, l'ampio avanzo esterno registrato dalla Germania nel 1968 e ancora, nel 1969, sino alla rivalutazione del marco tedesco, ha reso in quel paese molto difficile il controllo sulla formazione di attività liquide, ed il problema ha continuato a presentarsi dopo la rivalutazione, nonostante il deflusso netto di capitali, fino a che la liquidità bancaria ha raggiunto un livello assai basso. Le attività nette sull'estero sono considerevolmente diminuite lo scorso anno in Francia, Italia, Spagna e Svezia, mentre si sono moderatamente ridotte, o sono aumentate meno rapidamente, in Norvegia, Austria, Finlandia e Svizzera. Al principio dell'anno forti tensioni si sono altresì manifestate nei conti con l'estero di Belgio, Danimarca e Paesi Bassi, ma la situazione è successivamente mutata in conseguenza soprattutto del ritorno di fondi dopo la rivalutazione del marco tedesco. In alcuni paesi, e particolarmente in Germania e Italia, il deflusso di capitali a lungo termine attratti dagli alti saggi d'interesse ha agito nel senso di limitare l'espansione monetaria. Un analogo effetto ha sortito l'esportazione netta di fondi attraverso il sistema bancario, giacchè questo ha di norma comportato il cambio della valuta nazionale in quella estera per il tramite della banca centrale.

Il ritmo di crescita del credito bancario al settore privato è rallentato prima negli Stati Uniti che in Canada, mentre nel Regno Unito esso ha continuato ad essere tenuto sotto controllo dall'imposizione di un limite quantitativo massimo. In Giappone, invece, il ricorso a restrizioni di carattere monetario dalla scorsa estate poco ha potuto nel prevenire un forte aumento dell'indebitamento privato.

Variazioni nei saggi ufficiali di sconto dal 1967.

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		Francia		Portogallo	
27 giugno 1963	4 ½	8 aprile 1965	3 ½	1° settembre 1965 . . .	3
18 aprile 1967	4 ½	3 luglio 1968	5	25 aprile 1970	3 ½
26 ottobre 1967	3 ½	13 novembre 1968	6	Regno Unito	
11 settembre 1969	4 ½	14 giugno 1969	7	14 luglio 1966	7
22 gennaio 1970	5	9 ottobre 1969	8	26 gennaio 1967	6 ½
Belgio		Germania		16 marzo 1967	6
2 giugno 1966	5 ½	27 maggio 1966	5	4 maggio 1967	5 ½
2 febbraio 1967	5	6 gennaio 1967	4 ½	19 ottobre 1967	6
23 marzo 1967	4 ½	17 febbraio 1967	4	9 novembre 1967	6 ½
11 maggio 1967	4 ½	14 aprile 1967	3 ½	20 novembre 1967	8
14 settembre 1967	4 ½	12 maggio 1967	3	21 marzo 1968	7 ½
26 ottobre 1967	4	18 aprile 1969	4	19 settembre 1968	7
7 marzo 1968	3 ½	20 giugno 1969	5	27 febbraio 1969	8
19 dicembre 1968	4 ½	11 settembre 1969	6	5 marzo 1970	7 ½
6 marzo 1969	5	9 marzo 1970	7 ½	15 aprile 1970	7
10 aprile 1969	5 ½	Giappone		Spagna	
29 maggio 1969	6	26 giugno 1965	5,475	9 giugno 1961	5
3 luglio 1969	7	1° settembre 1967	5,84	27 novembre 1967	5 ½
18 settembre 1969	7 ½	6 gennaio 1968	6,205	22 luglio 1969	6 ½
Canada		7 agosto 1968	5,84	23 marzo 1970	8 ½
14 marzo 1966	5 ½	1° settembre 1969	6,25	Stati Uniti	
30 gennaio 1967	5	Grecia		6 dicembre 1965	4 ½
7 aprile 1967	4 ½	17 gennaio 1963	5 ½	7 aprile 1967	4
27 settembre 1967	5	25 luglio 1967	4 ½	20 novembre 1967	4 ½
20 novembre 1967	6	25 giugno 1968	5	22 marzo 1968	5
22 gennaio 1968	7	1° febbraio 1969	5 ½	19 aprile 1968	6 ½
15 marzo 1968	7 ½	1° luglio 1969	6	30 agosto 1968	5 ½
2 luglio 1968	7	15 settembre 1969	6 ½	18 dicembre 1968	5 ½
29 luglio 1968	6 ½	Italia		4 aprile 1969	6
3 settembre 1968	6	7 giugno 1958	3 ½	Svezia	
18 dicembre 1968	6 ½	14 agosto 1969	4	10 giugno 1966	6
3 marzo 1969	7	9 marzo 1970	5 ½	3 febbraio 1967	5 ½
11 giugno 1969	7 ½	Norvegia		10 marzo 1967	5
16 luglio 1969	8	14 febbraio 1955	3 ½	15 dicembre 1967	6
12 maggio 1970	7 ½	27 settembre 1969	4 ½	9 febbraio 1968	5 ½
Danimarca		Paesi Bassi		11 ottobre 1968	5
11 giugno 1964	6 ½	2 maggio 1966	5	28 febbraio 1969	6
19 dicembre 1967	7 ½	15 marzo 1967	4 ½	11 luglio 1969	7
19 marzo 1968	7	20 dicembre 1968	5	Svizzera	
13 giugno 1968	6 ½	9 aprile 1969	5 ½	6 luglio 1966	3 ½
29 agosto 1968	6	4 agosto 1969	6	10 luglio 1967	3
31 marzo 1969	7			15 settembre 1969	3 ½
12 maggio 1969	9				

Sul Continente, i prestiti bancari al settore privato hanno registrato notevoli incrementi nella maggior parte dei paesi, generalmente a causa del fatto che la stretta monetaria non è stata applicata se non proprio verso la fine dell'anno. Per cui in Austria, Danimarca, Finlandia, Italia, Norvegia, Spagna e Svizzera l'espansione nel credito bancario si è accelerata rispetto al 1968. In Germania un già alto saggio di espansione è stato ravvivato dai debiti contratti dalle imprese dopo la rivalutazione per rimpiazzare il massiccio riflusso di fondi verso l'estero. Sottoposto a controlli quantitativi, lo sviluppo del credito bancario è stato contenuto nei Paesi Bassi, mentre è rallentato abbastanza bruscamente in Francia e Svezia. In Belgio l'imposizione di un limite massimo all'espansione

del credito ne ha contenuto lo sviluppo per quasi tutto l'anno, in presenza peraltro di un affievolimento della domanda di credito connesso al forte riflusso di fondi avvenuto dopo la rivalutazione del marco tedesco.

Mercati nazionali dei capitali.

Durante lo scorso anno i mercati dei capitali si sono trovati generalmente sottoposti a considerevole pressione. La chiave del fenomeno risiede nella stretta monetaria, che ha premuto sulle banche e le ha costrette a ridurre i loro averi di titoli o ad acquistarne meno di prima. Di più, posto di fronte a saggi d'interesse crescenti e con la prospettiva di un'inflazione prolungata, il pubblico si è dimostrato riluttante ad impegnarsi in attività a lunga scadenza, atteggiamento questo che in alcuni paesi ha peraltro cominciato a mutare quando si è pensato che i saggi avessero raggiunto il loro apice. Dal lato della domanda, le emissioni nette del settore pubblico sono diminuite nella maggior parte dei paesi, in parte per riflesso delle migliorate situazioni di bilancio. Nel settore privato, dove la domanda di capitali è rimasta sostenuta, le emissioni obbligazionarie sono diminuite relativamente di poco o sono addirittura aumentate, mentre quelle azionarie sono state notevolmente più elevate in un certo numero di paesi.

Negli Stati Uniti la flessione intervenuta durante i dodici mesi del 1969 nel volume globale delle emissioni ha in particolar modo rispecchiato il passaggio del bilancio federale dal passivo all'attivo, e ciò sebbene, all'infuori di tale bilancio, le emissioni delle agenzie governative a sostegno soprattutto del mercato ipotecario siano cresciute da poco più di \$3 miliardi nel 1968 a quasi \$9 miliardi nel 1969. D'altro canto, mentre le obbligazioni emesse dalle società sono rimaste al medesimo livello dell'anno precedente, la flessione intervenuta nelle emissioni delle autorità locali ed in quelle di non residenti è stata più che compensata da un aumento delle emissioni azionarie. Un quadro sostanzialmente analogo ha offerto il Canada dove, in più, la tensione del mercato dei capitali ha indotto i governi locali e le società ad attingere fondi all'estero in maggior misura.

Nel Regno Unito, sebbene la situazione del settore pubblico sia passata dal disavanzo all'avanzo, le autorità hanno collocato un considerevole volume di titoli di prim'ordine presso il settore non bancario. Le società, considerate in veste di emittenti, sono rimaste virtualmente estranee al mercato nella seconda metà dell'anno.

In Germania, le emissioni nette si sono considerevolmente ristrette a seguito da un lato del ridotto fabbisogno finanziario del settore pubblico e dall'altro di una flessione della domanda di titoli da parte delle banche. Le emissioni estere, per contro, hanno assunto proporzioni senza precedenti. In Giappone la riduzione delle emissioni nette va in primo luogo ascritta al minor deficit del bilancio statale.

In Italia, il più ampio volume dei titoli emessi dal settore pubblico e delle azioni collocate dal settore privato hanno concorso a far aumentare le emissioni nette globali. A seguito comunque di un mutamento intervenuto negli orientamenti di politica monetaria, che ha portato con sé una riduzione degli investimenti

Mercati dei capitali: Emissioni (al netto).

Paesi	Anni	Settore pubblico		Settore privato ¹		Emis- sioni obbliga- zionarie estere	Totale	Emis- sioni private ed estere	Totale
		Governo	Auto- rità locali e organi pub- blici	Azioni	Obbli- gazioni				
		miliardi di unità monetarie nazionali								in percento del PNL
Belgio	1967	12,17	24,98	14,77	21,12	0,17	73,21	3,7	7,5
	1968	18,56	24,75	22,17	30,38	0,93	96,79	5,2	9,3
	1969	17,40	24,38	20,92	14,93	.	77,63	3,1	6,8
Canada	1967	0,82	1,68	0,50	0,83	—	3,83	2,0	5,8
	1968	0,91	1,32	0,55	0,53	0,01 ²	3,31	1,5	4,6
	1969	0,25	1,16	0,78	0,43	—	2,62	1,6	3,4
Danimarca	1967	-0,16	.	0,28	4,37	—	4,50	5,5	5,3
	1968	-0,12	.	0,13	6,85	—	6,86	7,5	7,4
	1969	-0,14	.	0,32	8,20	—	8,38	8,1	8,0
Francia	1967	0,21	0,87	3,15	7,00	0,20	11,43	1,8	2,0
	1968	-0,94	0,81	3,53	5,80	—	9,30	1,5	1,5
	1969	-0,95	0,43	7,54	6,95	—	13,97	2,0	1,9
Germania	1967	2,03 ³	3,06	1,91	10,23	0,86 ⁴	18,09	2,6	3,7
	1968	1,24 ³	2,46	3,15	13,97	5,15 ⁴	25,97	4,1	4,8
	1969	0,34 ³	0,27	2,80	11,77	8,17 ⁴	21,35	3,5	3,6
Giappone	1967	645	245	394	1.702	—	2.976	4,8	6,9
	1968	581	183	478	1.536	—	2.758	3,9	5,4
	1969	372	179	475	1.475	—	2.501	3,2	4,2
Italia	1967	457	562 ⁵	396	1.389	22	2.826	4,1	6,5
	1968	831	513 ⁵	473	1.705	44	3.566	4,8	7,6
	1969	538	1.024 ⁵	681	1.774	9	4.028	4,8	7,9
Paesi Bassi	1967	0,32	0,76	0,08	0,35	0,05 ²	1,56	0,6	1,9
	1968	0,26	0,71	0,09	0,39	0,11 ²	1,57	0,6	1,7
	1969	0,83	0,64	0,15	0,30	—	1,92	0,4	1,9
Regno Unito	1967	0,53 ⁷	0,22	0,07	0,41	0,11	1,33	1,5	3,3
	1968	-0,51 ⁷	0,12	0,36	0,27	0,23	0,49	2,0	1,1
	1969	0,18 ⁷	0,07	0,20	0,41	0,19	1,06	1,8	2,3
Stati Uniti ⁶	1967	12,60 ⁸	7,80	4,80	16,00	1,90 ²	43,10	2,9	5,4
	1968	16,70 ⁸	10,00	3,80	14,00	1,90 ²	46,40	2,3	5,4
	1969	3,60 ⁸	8,80	7,60	14,00	1,30 ²	35,30	2,5	3,8
Svezia	1967	1,20	0,53	0,55	5,61	—	7,89	4,8	6,2
	1968	2,15	0,38	0,48	6,27	—	9,30	5,0	6,8
	1969	1,71	0,35	0,84	7,83	—	10,73	5,9	7,3
Svizzera ⁴	1967	0,06	0,89	1,33	1,60	0,71 ⁴	4,59	5,3	6,7
	1968	0,16	0,60	1,92	2,05	0,82 ⁴	5,56	6,5	7,5
	1969	0,19	0,44	2,44	1,91	0,74 ⁴	5,72	6,4	7,2

¹ Compresa le emissioni degli istituti di credito semipubblici e delle industrie nazionalizzate. ² Al lordo.
³ Variazioni negli averi del mercato in prestiti obbligazionari e titoli a medio termine. ⁴ Compresa una parte delle
emissioni internazionali trattate dalle banche. ⁵ Incluso il ricorso indiretto al credito da parte del Tesoro.
⁶ Compresa le emissioni coltivate privatamente. ⁷ Variazioni nel debito negoziabile con maturità superiore ad
un anno detenuto dal pubblico. ⁸ Basati sui dati relativi ai flussi di fondi pubblicati dalla Riserva federale,
esclusi i prestiti ipotecari. ⁹ Emissioni dirette comprese quelle degli organi pubblici e certificati di parteci-
pazione.

in titoli da parte delle istituzioni creditizie, gli acquisti effettuati dalla Banca d'Italia hanno notevolmente superato l'aumento globale delle emissioni nette. Anche in Danimarca gli acquisti di titoli da parte della banca centrale, effettuati nel 1968 in proporzioni particolarmente massicce e all'inizio del 1969 in misura ancora sensibile, hanno favorito un più consistente collocamento di nuovi valori mobiliari.

In Francia e Svizzera, le emissioni nette sono state più elevate nel 1969. In entrambi i paesi il bilancio del governo centrale ha acquistato un maggiore equilibrio, e si è ridotto l'indebitamento delle amministrazioni locali. Le emissioni azionarie sono considerevolmente cresciute in entrambi i mercati; quelle obbligazionarie solamente in Francia. In Svizzera, invece, il collocamento di nuove obbligazioni nazionali ed estere, ancora subordinato a preventiva autorizzazione, è risultato leggermente inferiore al livello del 1968.

In Svezia, l'aumento delle emissioni nette va principalmente ascritto agli istituti ipotecari per l'edilizia residenziale e alle imprese, divenute più attive sul mercato azionario. Il mercato dei titoli è stato sostenuto dagli acquisti delle banche commerciali, probabilmente in connessione con le riserve obbligatorie di liquidità stabilite lo scorso anno.

Nei Paesi Bassi, il governo centrale, nuovamente alle prese con un considerevole deficit di bilancio, ha energicamente attinto al mercato dei capitali. Il che ha costretto le autorità locali a coprire una vasta aliquota del loro fabbisogno finanziario mediante indebitamento a breve, ed ha indotto le imprese a contrarre più prestiti bancari a medio e lungo termine.

Emissioni di obbligazioni estere ed internazionali.

Il volume globale delle emissioni estere ed internazionali, che era notevolmente aumentato nel 1968 toccando il livello senza precedenti di \$6,4 miliardi, è sceso a \$5,3 miliardi nel 1969. Le emissioni ordinarie estere sui singoli mercati nazionali sono diminuite di più di un quarto riducendosi a \$2,2 miliardi, mentre quelle internazionali ("Euro") hanno accusato una flessione di quasi un decimo scendendo a circa \$3,1 miliardi. Il peso dell'Europa quale fornitrice di capitali internazionali è continuato ad aumentare rispetto agli Stati Uniti.

Emissioni estere. Due terzi della flessione intervenuta nelle emissioni estere di tipo convenzionale vanno ascritti agli Stati Uniti, dove il volume totale delle emissioni è caduto tra il 1968 ed il 1969 da circa \$1,9 miliardi a meno di \$1,4 miliardi. Le istituzioni internazionali hanno cessato del tutto le loro emissioni negli Stati Uniti ed hanno attinto con più larghezza dall'Europa, non tanto a mezzo di nuove emissioni quanto mediante altre forme di indebitamento con le istituzioni monetarie. Inoltre, anche il Canada, il più grosso debitore del mercato dei capitali statunitense, ha diretto la sua richiesta di fondi in maggior misura verso le fonti europee.

In Europa, dove l'emissione di titoli esteri è stata ancora generalmente subordinata ad autorizzazioni ufficiali o sottoposta a controlli officiosi, le nuove emissioni sono diminuite nel corso dell'anno di \$210 milioni sino a \$820 milioni. Gli acquirenti di gran lunga più importanti sono stati la Svizzera, dove la politica verso le emissioni estere è stata leggermente più restrittiva che nel 1968, e la Germania, dove a partire dalla primavera del 1969 le emissioni sono state limitate da un controllo bancario officioso. Le cifre della Germania sono molto al disotto dell'effettiva consistenza del ricorso da parte di non residenti a crediti del mercato interno, i quali hanno avuto nel 1969 un forte sviluppo sotto altre forme.

Emissioni estere e internazionali di obbligazioni:
Offerte pubbliche e collocamenti privati, 1967-69.¹

Debitori (paesi o aree)	Anni	Emissioni estere su mercati nazionali						Emissioni inter- nazionali ²	Totale emissioni all'estero
		Europa				Stati Uniti	Totale		
		Ger- mania ²	Sviz- zera	Altri paesi	Totale				
milioni di dollari SU									
Europa continentale	1967	—	54	5	59	—	59	886	945
	1968	99	89	14	202	—	202	658	860
	1969	56	93	—	149	3	152	1.082	1.234
Regno Unito	1967	—	23	—	23	—	23	51	74
	1968	—	15	—	15	—	15	134	149
	1969	13	30	6	49	—	49	235	284
Canada	1967	—	—	—	—	1.172	1.172	—	1.172
	1968	63	—	—	63	1.155	1.217	38	1.255
	1969	81	—	—	81	1.104	1.185	228	1.412
Stati Uniti	1967	22	49	—	71	—	71	527	598
	1968	35	139	—	174	—	174	2.059	2.232
	1969	25	134	66	225	—	225	1.032	1.257
Giappone	1967	—	—	—	—	15	15	—	15
	1968	—	14	—	14	—	14	180	194
	1969	—	—	—	—	9	9	246	255
Resto del mondo . .	1967	—	17	116	133	237	370	305	675
	1968	101	25	31	158	280	438	259	698
	1969	37	28	—	65	239	304	247	551
Istituzioni internazionali . . .	1967	—	14	100	114	510	624	120	744
	1968	218	50	138	405	470	931 ³	40	971
	1969	207	14	30	251	—	251	40	291
Totale emissioni collocate	1967	22	157	221	400	1.933	2.333	1.889	4.222
	1968	515	331	184	1.030	1.905	2.991 ³	3.368	6.359
	1969	419	298	102	819	1.355	2.174	3.110	5.284

¹ Con scadenza media di cinque o più anni. Il credito ottenuto dalle società attraverso le filiali all'estero è normalmente considerato come credito ricevuto dal paese in cui la società madre è situata. ² Le emissioni estere in Germania fra il marzo 1964 e la fine del 1967 sono generalmente considerate come emissioni internazionali. Nel marzo 1964 fu annunciata l'introduzione di un' imposta di ritenuta (imposta cedolare) del 25% sul pagamento degli interessi sulle obbligazioni tedesche detenute da non residenti. Di conseguenza, le emissioni estere, le quali non sono soggette a tale imposta, sono state durante questo periodo offerte in vendita principalmente a non residenti, a saggi d'interesse inferiori a quelli prevalenti sul mercato nazionale. Dalle emissioni estere in Germania sono esclusi i prestiti garantiti da certificati di indebitamento ("Schuldscheindarlehen") collocati privatamente. ³ Compresi modesti importi collocati in altre aree.

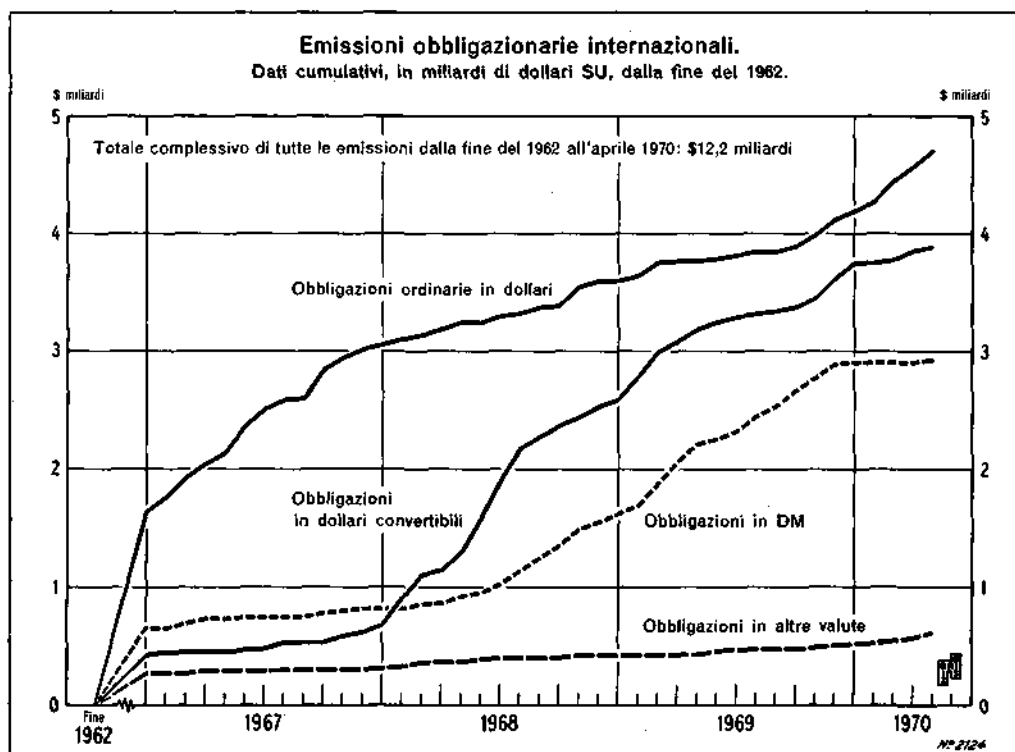
Emissioni internazionali. Le nuove emissioni internazionali ("Euro") si sono ridotte di \$260 milioni scendendo nel 1969 a \$3,1 miliardi, volume che è comunque ancora ben superiore ai \$1,9 miliardi del 1967. L'indebitamento delle società americane e delle loro affiliate finanziarie, superiore a \$1 miliardo, si è ragguagliato a metà di quello del 1968, quando le severe restrizioni connesse col programma di controllo della bilancia dei pagamenti avevano dato luogo ad un volume di emissioni eccezionalmente cospicuo, in parte superiore al fabbisogno effettivo.

Caratteristica dominante del 1969 è stata lo sviluppo del ricorso al credito da parte di residenti di paesi dell'Europa occidentale, le emissioni dei quali sono aumentate di due terzi sino a raggiungere \$1.315 milioni. I maggiori emittenti sono stati fra i principali paesi industriali: Regno Unito, Germania, Francia, Italia e Paesi Bassi. In larga misura, come nel caso degli Stati Uniti, l'indebitamento dei paesi europei ha rispecchiato da vicino i problemi delle bilance dei

pagamenti. Nel Regno Unito, Francia ed Italia, in modo particolare, i mutuatari sono stati ufficialmente incoraggiati, per considerazioni inerenti ai conti con l'estero, ad attingere al mercato obbligazionario internazionale. Inoltre, lo scorso anno gli investimenti diretti esteri delle imprese olandesi sono aumentati e sono stati ampiamente finanziati da emissioni obbligazionarie ed azionarie private. Anche la Danimarca ha considerevolmente accentuato il ricorso al mercato. Gli operatori tedeschi, del tutto assenti dal mercato nel 1968, nel 1969 hanno nuovamente effettuato qualche emissione e, per la prima volta, ha avuto luogo una consistente emissione da parte della Svizzera. Per contro, una flessione hanno segnato le operazioni dei mutuatari di Austria, Finlandia e Norvegia.

I canadesi, entrati per la prima volta sul mercato nel 1968, sono divenuti emittenti assai attivi e il Giappone, nonostante l'ampio avanzo dei conti con l'estero, ha aumentato alquanto il proprio indebitamento. Le emissioni australiane sono notevolmente salite, mentre sono diminuite quelle di residenti di Nuova Zelanda, Sud Africa e America latina.

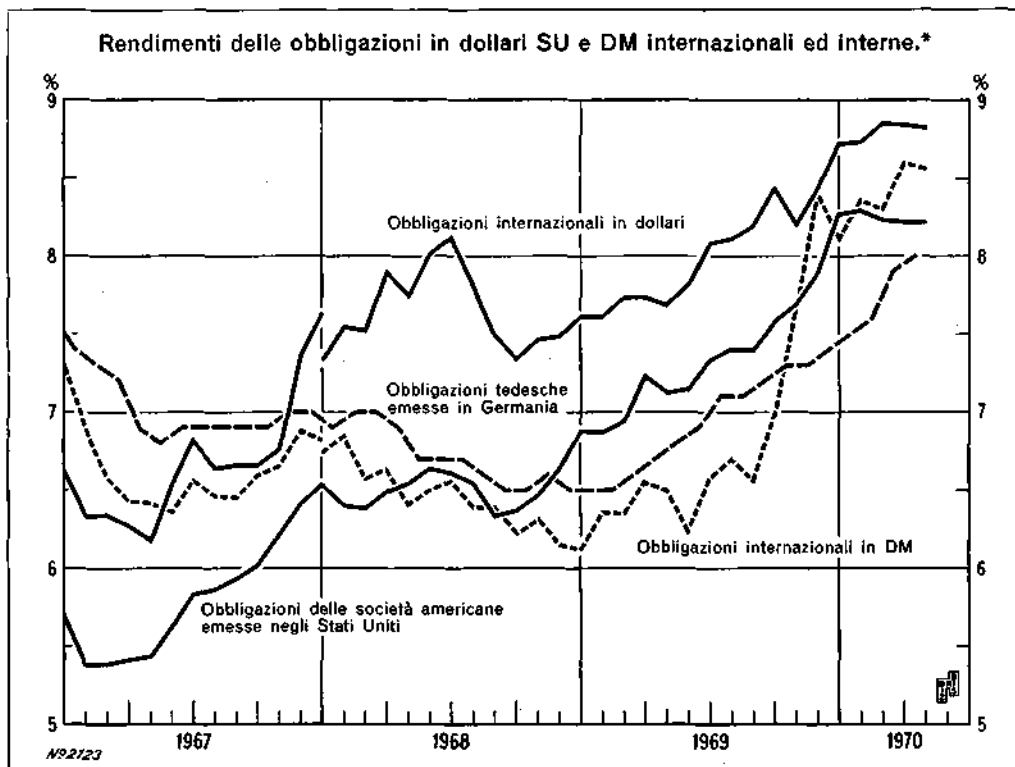
Le sorgenti dei capitali sul mercato obbligazionario internazionale sono state ancora assicurate, direttamente e indirettamente, soprattutto dai paesi europei. Non considerando l'assorbimento di obbligazioni estere, i soli acquisti di titoli internazionali da parte della Germania sono saliti a circa \$1,1 miliardi, e cioè a tre quarti in più del 1968. Per gli altri paesi mancano dirette indicazioni. L'Italia ha subito un deflusso di capitali nazionali per oltre \$3,8 miliardi, una considerevole parte dei quali potrebbe essersi incanalata sul mercato delle euro-



obbligazioni. La Svizzera è stata, naturalmente, ancora una volta la più importante sorgente di capitali, soprattutto per conto di non residenti, ed anche gli operatori belgi hanno investito fondi in euro-obbligazioni.

Per quanto riguarda le caratteristiche delle emissioni, le obbligazioni in dollari, tanto quelle ordinarie quanto ancor più quelle convertibili, sono bruscamente diminuite dopo il primo trimestre del 1969. Motivi di tale fenomeno sono, tra gli altri, gli elevati e crescenti saggi d'interesse sulle obbligazioni ordinarie e la declinante tendenza del mercato azionario degli Stati Uniti. Ma un altro motivo è stato costituito dalla crescente attrazione esercitata sugli investitori dalle emissioni in DM, a causa dell'attesa rivalutazione di tale moneta. La quota di queste emissioni sul totale dei titoli internazionali collocati è salita da un decimo a due terzi tra il 1967 ed il terzo trimestre del 1969, mentre, dopo la rivalutazione, si è ridotta ad un quarto nell'ultimo trimestre (ed a zero nel primo trimestre del 1970). Per contro, le obbligazioni in dollari ordinarie e convertibili hanno manifestato una certa ripresa successivamente alla rivalutazione del DM.

I rendimenti delle obbligazioni internazionali in dollari si sono mossi verso l'alto lungo tutto il corso dell'anno, più o meno in linea con la tendenza dei rendimenti delle obbligazioni interne delle società americane. Il rendimento medio delle obbligazioni internazionali in DM si è mantenuto molto al di sotto di quello delle obbligazioni interne tedesche sino alla rivalutazione, scavalcandolo poi a



* I rendimenti delle obbligazioni SU interne sono calcolati alla scadenza finale, gli altri alla scadenza media.

seguito dei sopravvenuti realizzi. In pari tempo, sembra per un capovolgimento della domanda, il rendimento delle obbligazioni internazionali stilate in dollari si è indebolito per un certo periodo rispetto a quello dei titoli emessi dalle società americane sul mercato interno.

Per i primi quattro mesi del 1970 si stima, in via provvisoria, che il volume globale delle emissioni estere ed internazionali ammonti a \$1,4 miliardi, inferiore quindi ai \$1,7 miliardi del precedente quadrimestre e ai \$2,1 miliardi del corrispondente periodo del 1969. Le emissioni estere si sono mantenute ben al disotto del livello dell'anno prima e, salvo due eccezioni, esse hanno avuto luogo solamente negli Stati Uniti e Svizzera. In Germania la commissione di vigilanza sulle banche ha stabilito che gli istituti di credito non partecipino durante il primo trimestre a nuove emissioni estere ed internazionali stilate in DM. Quasi tutte le emissioni internazionali sono state stilate in dollari. Obbligazioni ordinarie in dollari al 9% e più sono divenute del tutto comuni, mentre quelle convertibili collocate sul mercato sono state relativamente poche. Escludendo le imprese americane, le quali hanno rastrellato \$225 milioni, i mutuatari più attivi sono stati, nell'ordine, quelli di Italia, Francia, Canada e Regno Unito. A tutt'oggi la domanda di capitali sul mercato internazionale delle obbligazioni rimane cospicua e presenta fra le sue caratteristiche l'affermarsi dell'Italia in veste di importante operatore dal lato della domanda. In maggio, dopo aver ottenuto in via privata da banche estere un credito a medio termine di \$300 milioni, a saggi da adeguare ogni sei mesi a quelli correnti sul mercato dell'eurodollaro, l'ente italiano di stato per l'energia elettrica (ENEL) ha offerto al pubblico un'emissione internazionale a scadenza decennale di \$125 milioni, a saggio fluttuante da adeguare ogni sei mesi in ragione di tre quarti di punto al disopra del saggio a sei mesi sull'eurodollaro, con un minimo però del 7,5%. In Svizzera, con effetto da maggio 1970, le emissioni estere sono state temporaneamente sospese.

Andamento del credito nei singoli paesi.

Stati Uniti. La stretta monetaria attuata a partire dalla fine del 1968 ha tardato a produrre effetti. E ciò per il fatto che le istituzioni finanziarie ed i prenditori di prestiti, rivolgendosi a diverse sorgenti di fondi ad elevato e crescente saggio d'interesse, hanno trovato il modo di sfuggire alla morsa delle restrizioni creditizie. In più, l'economia ha saputo costituirsi una soddisfacente riserva di liquidità. Nel secondo semestre del 1968, la moneta ed i depositi vincolati erano cresciuti ad un saggio annuale rettificato del 12% contro un incremento del prodotto nazionale lordo a prezzi correnti di circa il 7%. In questo periodo, inoltre, le banche commerciali avevano aumentato i loro portafogli di titoli governativi — ivi inclusi quelli emessi dagli organi federali — ad un saggio annuo di sviluppo di oltre \$9 miliardi.

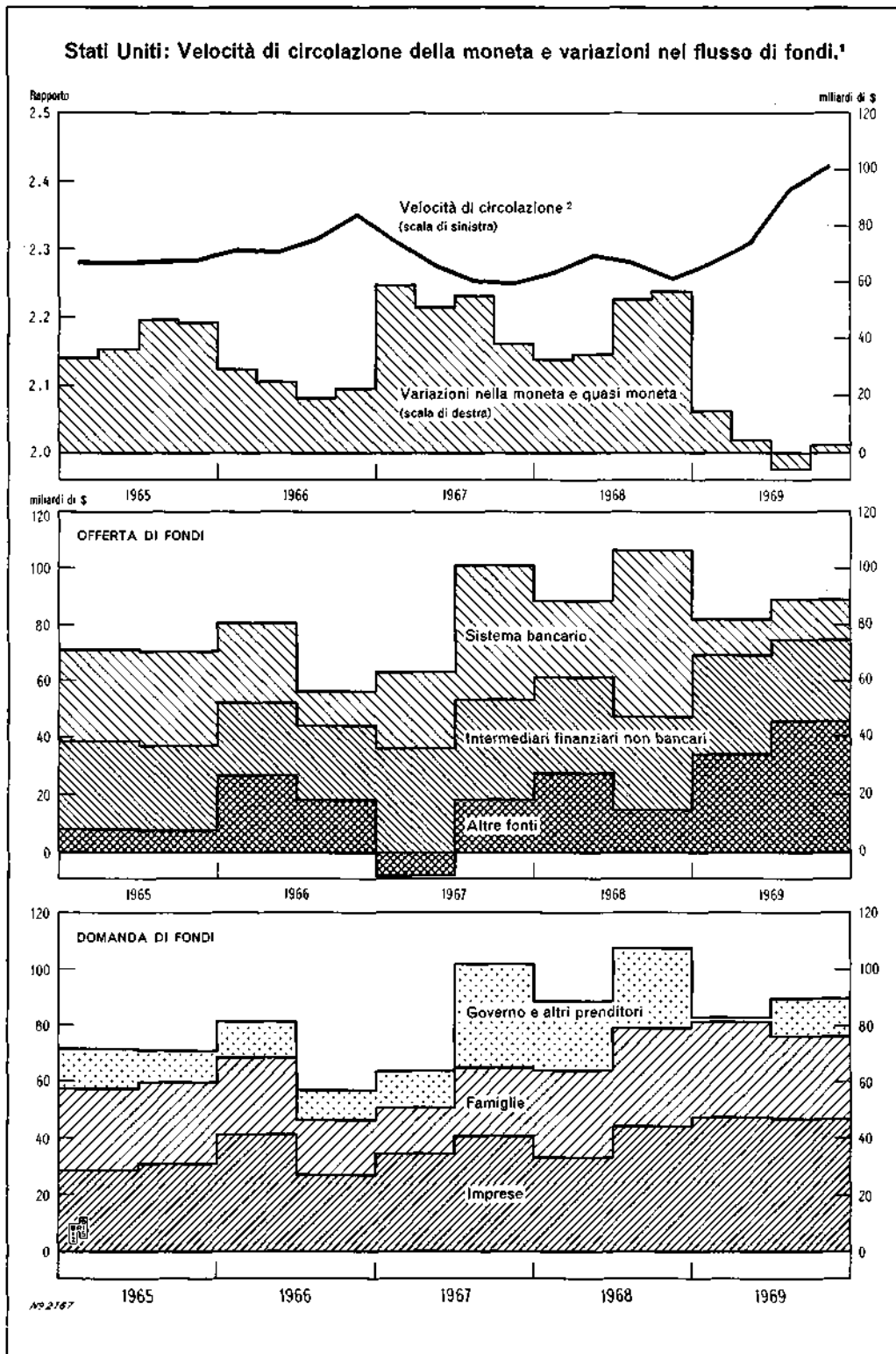
Dopo un aumento del saggio ufficiale di sconto dal 5,25 al 5,5% nel dicembre 1968, nuovi fondi sono stati messi a disposizione delle banche attraverso operazioni di mercato aperte in essere su basi meno favorevoli che per il passato. I saggi di mercato, tanto a breve quanto a lungo termine, hanno mani-

festato la tendenza a salire, ulteriormente alimentata in aprile quando il saggio di sconto è stato elevato al 6%. In questa occasione, per di più, le riserve obbligatorie a fronte dei depositi a vista sono state inasprite di mezzo punto. Il saggio bancario sui crediti di prim'ordine, pari al 6,75% nel dicembre 1968, è stato aumentato in tre fasi successive sino a raggiungere l'8,5% ai primi di giugno.

Per far convergere principalmente gli effetti della politica restrittiva sui crediti commerciali delle grandi banche, non è stato apportato alcun mutamento ai limiti imposti dalla Disposizione Q ai saggi sui depositi vincolati. Allargandosi il divario fra i saggi di mercato e quelli previsti dalla suddetta Disposizione, le banche hanno subito pesanti perdite di depositi a tempo. L'ammontare in essere dei certificati di deposito di maggiore entità è diminuito da \$24 miliardi circa nel novembre 1968 a \$11 miliardi circa a fine 1969. Inoltre, laddove nel 1968 il volume globale delle riserve bancarie era aumentato del 7,7%, esso è cresciuto in misura trascurabile nel primo semestre del 1969 e, nel corso dell'intero anno, ha accusato una flessione dell'1,6%. Il ricorso delle banche al credito della Riserva federale, che nel dicembre 1968 era salito a \$765 milioni, ha raggiunto il massimo nel mese di maggio 1969 e si è aggirato su una media di \$1,2 miliardi nel secondo semestre.

Chiaro sintomo della stretta in atto, l'espansione dei mezzi monetari è scemata dal 7,2% nel 1968 al 2,5% nel 1969. Considerando insieme la moneta ed i depositi a tempo, la variazione appare ancora più sensibile, se si pensa che da un incremento del 9,4% nel 1968 si è passati ad una diminuzione dell'1,5% nel 1969. Correlativamente, il totale dei prestiti e degli investimenti delle banche commerciali, dopo essere cresciuto dell'11% nel 1968, è aumentato ad un saggio rettificato annuo del 4,1% nel primo semestre del 1969, rimanendo poi invariato nella seconda metà dell'anno.

Trovandosi a dover fronteggiare una forte domanda di crediti, specialmente da parte delle società, le banche commerciali si sono rivolte a varie sorgenti alternative di fondi disponibili per prestiti. Oltre che ad indebitarsi aggressivamente sul mercato dei fondi federali, esse hanno attinto su più vasta scala dal mercato dell'eurodollaro sul quale si sono indebitate per ulteriori \$7,4 miliardi nell'anno terminato con la prima quindicina di dicembre 1969. Il rastrellamento di eurofondi ha raggiunto il vertice in estate, quando sono state adottate misure intese a scoraggiare tale tipo di raccolta. Dapprima, a partire da luglio, si è stabilito che gli assegni e le tratte in essere originati da transazioni in eurodollari venissero conteggiati come depositi a vista soggetti a riserva obbligatoria, e poi, da ottobre, una riserva del 10% è stata imposta sui debiti netti contratti con banche estere in eccesso rispetto ad un precedente livello assunto come base. Nel 1969 le banche commerciali hanno altresì ridotto i loro portafogli di titoli governativi (inclusi quelli emessi dagli organi federali) di \$11,5 miliardi, cioè di tre volte più che durante la stretta creditizia del 1966. In tal modo i prestiti delle banche commerciali, che erano cresciuti del 12% nel 1968, si sono sviluppati ad un saggio annuale del 10,5% nel primo semestre del 1969 e del 5,5% nella seconda metà dell'anno. In queste cifre non figurano, inoltre, i prestiti trasferiti alle banche affiliate, le quali li hanno soprattutto finanziati mediante l'emissione di carta



commerciale. Il volume di questa carta è salito da circa \$800 milioni nel maggio 1969 a \$4,2 miliardi alla fine dell'anno ed ha continuato a crescere rapidamente nel 1970.

Sebbene l'espansione del totale delle operazioni bancarie di prestito e di investimento sia stata compressa, lo sviluppo globale del credito in ogni sua forma è appena sceso da \$97 miliardi nel 1968 a \$86 miliardi nel 1969. Questa flessione, inoltre, va ascritta ai risultati del bilancio, dacchè il governo federale, dopo aver contratto debiti netti per \$13 miliardi nel 1968, ha effettuato nel 1969 rimborsi netti per \$5 miliardi. Il totale netto del credito erogato agli altri settori è aumentato da \$84 miliardi nel 1968 a \$91 miliardi lo scorso anno, sebbene nel quarto trimestre esso sia sceso ad un saggio rettificato annuale di \$85 miliardi.

Il volume globale del credito si è così conservato ad un alto livello grazie alla forte espansione dei prestiti diretti concessi al di fuori del sistema degli intermediari finanziari. Come indica il grafico, il sistema bancario (inclusa la banca centrale) ha erogato nel 1969 solamente il 16 % del flusso totale netto dei crediti contro il 44 % nel 1968 ed il 30 % durante la stretta creditizia del 1966. Inoltre, la quota erogata dagli intermediari finanziari non bancari è cresciuta solo modestamente e vi ha concorso soprattutto il costante aumento dei fondi assicurativi e previdenziali. D'altro canto, al collocamento diretto di mezzi finanziari in strumenti del mercato creditizio da parte di investitori diversi dalle istituzioni finanziarie va ascritto, lo scorso anno, il 47 % dell'espansione del credito netto globale, contro solo il 21 % nel 1968. Siffatti investimenti finanziari consistono, in massima parte, in acquisti di carta commerciale, di crediti ipotecari e di ogni specie di titoli, inclusi quelli governativi venduti dagli istituti finanziari per motivi di liquidità.

Dato l'ulteriore sviluppo del prodotto nazionale lordo a prezzi correnti, la flessione del saggio di aumento della moneta e quasi moneta durante il 1969 si è accompagnata ad un pronunciato incremento della sua velocità di circolazione. In considerevole misura, questa maggiore velocità ha semplicemente rispecchiato il fatto che, in presenza di alti saggi di mercato, l'espansione della domanda è stata finanziata in modo crescente da transazioni creditizie fondate sull'acquisizione di attività finanziarie diverse dai depositi bancari. Ma la più elevata velocità di circolazione è altresì in parte derivata dall'utilizzo a scopi di spesa di preesistenti saldi monetari.

La domanda di credito è stata soprattutto vigorosa da parte del settore delle imprese, il cui indebitamento sui mercati creditizi è salito da \$39 miliardi nel 1968 a \$47 miliardi nel 1969 e si è mantenuto al medesimo alto livello per tutto il corso dell'anno. Sebbene i loro prestiti bancari siano cresciuti più lentamente durante l'anno, le società hanno largamente supplito con l'emissione di carta commerciale. Inoltre, esse hanno collocato obbligazioni ed azioni in proporzioni alquanto più ampie che nel 1968.

Nel settore delle famiglie i segni della stretta creditizia sono stati abbastanza evidenti. Dopo il vertice toccato nel secondo trimestre del 1969, la crescita dei prestiti ipotecari per l'edilizia familiare si è alquanto rallentata. Una più forte

flessione è stata evitata grazie soprattutto alle operazioni degli organi federali (e cioè della "Federal National Mortgage Association" e del "Federal Home Loan Board"), i quali hanno collocato prestiti sul mercato dei capitali in misura maggiore, utilizzandone il ricavo per sostenere il mercato ipotecario, in parte mediante l'acquisto di crediti ipotecari ed in parte concedendo mutui agli istituti di risparmio. Essendo i saggi d'interesse offerti da questi istituti soggetti alla Disposizione Q, lo sviluppo dei depositi era notevolmente diminuito nel secondo semestre del 1969. Il credito rateale ed i prestiti personali delle banche al settore delle famiglie sono altresì diminuiti dopo il secondo trimestre.

Le autorità statali e locali, avvertendo anch'esse la stretta creditizia, hanno raccolto nel 1969 circa \$9 miliardi sui mercati del credito, e cioè poco meno del 1968. In alcuni casi il loro indebitamento è stato contenuto per effetto dei limiti massimi imposti per legge sui saggi d'interesse delle obbligazioni esenti da imposta. Inoltre le incertezze sul futuro trattamento fiscale del reddito di tali titoli ha accentuato nel 1969 la debolezza del mercato ed ha determinato il rinvio di alcune emissioni.

All'inizio del 1970 la situazione monetaria è divenuta un po' meno tesa. In gennaio la Commissione della Riserva federale per il mercato aperto ha convenuto che "si dovrebbe perseguire con maggior intensità l'obiettivo di ottenere un modesto aumento degli aggregati monetari, attribuendo un peso pressoché uguale al credito bancario e alla quantità di moneta". All'incirca nel medesimo tempo le autorità hanno alzato i limiti massimi della Disposizione Q, portando quelli sui grandi depositi, vincolati da tre a sei mesi, dal 6 al 6,75%. Successivamente, quando la domanda di credito bancario ha cominciato a dare segni di cedimento, i saggi a breve sono caduti notevolmente al disotto dei vertici raggiunti in dicembre. Per un certo periodo, tra la fine di marzo e i primi di aprile, i certificati di deposito delle grandi banche commerciali sono aumentati, sebbene i saggi corrisposti su di essi non fossero ancora generalmente competitivi con quelli dei titoli del mercato monetario di scadenza inferiore ad un anno. Un sintomo della migliorata situazione monetaria lo hanno offerto i portafogli titoli delle banche membri della Riserva federale dichiaranti (ogni settimana), i quali hanno registrato un incremento globale di quasi \$1 miliardo tra la fine di dicembre e la metà di aprile, laddove, nel corrispondente periodo del 1969, essi erano diminuiti di \$5,4 miliardi. Un altro sintomo è stata la riduzione nel saggio per i prestiti di prim'ordine dall'8,5 all'8% verso la fine di marzo. A partire più o meno dalla metà di aprile i saggi d'interesse hanno di nuovo preso a salire, in parte per il fatto che il mercato si è reso conto che la misura in cui le restrizioni monetarie venivano attenuate era in realtà assai limitata.

Regno Unito. Le conseguenze monetarie determinate lo scorso anno da misure energiche di politica fiscale, creditizia e di gestione del debito pubblico, insieme combinate, possono essere ravvisate nel comportamento che ha caratterizzato l'espansione del credito all'interno attraverso il sistema bancario. Questo aggregato, che nel 1967 e nel 1968 si era ragguagliato rispettivamente a £1.760 e 1.905 milioni, è caduto lo scorso anno alla cifra, negativa, di £215 milioni. Causa determinante del fenomeno è stata principalmente la situazione di avanzo,

per £ 475 milioni, dell'intero settore pubblico, seguita a un indebitamento netto di £ 1.805 e 1.315 milioni rispettivamente nel 1967 e nel 1968. In aggiunta a ciò, hanno influito le considerevoli vendite nette di debito pubblico al settore non bancario. Anche il credito delle banche al settore privato è stato sottoposto a severe restrizioni durante il corso dell'anno. Il passaggio dal passivo all'attivo del saldo dei conti con l'estero ha comunque agito nel senso di sostenere il saggio di espansione dei mezzi di pagamento, pari al 3 % nel 1969 contro il 6,5 % del 1968.

Per quanto riguarda l'indebitamento del settore pubblico, il mercato dei titoli di prim'ordine è rimasto fiacco sino alla tarda primavera del 1969, e le autorità hanno generalmente consentito che i prezzi rispecchiassero le pressioni sul mercato. I rendimenti dei titoli governativi a lunga scadenza sono saliti ai primi di giugno a qualcosa come il 9,75 %. La ripresa del mercato, da allora in avanti, ha rispecchiato le favorevoli tendenze esterne, ma è stata altresì aiutata dall'abrogazione nel bilancio di aprile dell'imposta sulle plusvalenze dei titoli di prim'ordine. Nel secondo semestre del 1969 le vendite nette di titoli governativi al pubblico non bancario sono arrivate a circa £ 450 milioni. Stando così le cose, la flessione dei saggi d'interesse è stata contenuta, ed i rendimenti sui fondi a lunga scadenza si trovavano ancora in dicembre un po' al disopra del 9 %.

Nella primavera del 1969 grande attenzione è stata dedicata agli sforzi delle banche per condurre le concessioni di credito al settore privato entro i limiti massimi stabiliti nel novembre 1968. In precedenza, le banche aderenti alla stanza di compensazione di Londra e le banche scozzesi erano state invitate a ridurre i loro crediti in sterline, con esclusione dei finanziamenti all'esportazione fruenti di garanzia governativa e di quelli all'industria cantieristica, al 98 % del livello di novembre 1967. Il limite globale per le altre banche era del 102 %. Peraltro, le banche non riuscirono a conseguire tali riduzioni entro il termine prefissato di marzo 1969, tanto che in maggio le banche affiliate alla stanza e quelle scozzesi si trovavano circa del 2,75 % al disopra del livello stabilito. La Banca d'Inghilterra decise perciò di dimezzare il saggio d'interesse corrisposto sui "depositi speciali" costituiti presso di essa sino al momento in cui il livello medesimo fosse stato raggiunto.

Le difficoltà incontrate dalle banche londinesi aderenti alla stanza di compensazione e da quelle scozzesi nel ridurre le loro facilitazioni di credito vanno ascritte parte agli impegni sotto forma di scoperti di conto e parte alla crescente carenza di liquidità dei debitori. Ad agosto le concessioni di credito sono salite al 4,5 % sopra il limite massimo. Ai primi di ottobre, al fine di ridurre il divario che si era andato formando tra i saggi dei finanziamenti bancari e gli altri saggi del mercato, le banche suddette, indipendentemente da ogni variazione del saggio ufficiale, hanno elevato i loro saggi attivi di mezzo punto. Poco tempo dopo, la Banca d'Inghilterra ha fatto loro conoscere che non avrebbe insistito per ottenere la rigida applicazione dei limiti, purchè i crediti erogati non se ne fossero eccessivamente discostati. Questo nuovo orientamento è stato dettato da parecchie considerazioni: la proroga delle disposizioni riguardanti i depositi sulle importazioni, il fatto che le forti vendite di fondi pubblici di prim'ordine effettuate dalle autorità a partire dalla fine di giugno avevano aumentato le difficoltà

**Regno Unito: Variazioni nel risparmio, negli investimenti
e nelle attività e passività finanziarie, per settore.**

Voci	Anni	Settore pubblico	Settore personale	Imprese Industriali e commer- ciali	Banche	Altri istituti finanziari	Resto del mondo ¹
Risparmio più trasferimenti netti di capitali	1967	2.060	2.070	2.825		250	
	1968	2.815	2.005	3.385		230	
	1969	4.065	1.985	3.505		270	
Formazioni di capitali lordi interni (—)	1967	— 3.730	— 1.130	— 2.490		— 275	
	1968	— 3.850	— 1.335	— 3.150		— 360	
	1969	— 3.745	— 1.240	— 3.670		— 465	
Avanzo o disavanzo (—) finanziario	1967	— 1.670	935	335		— 30	— 330 ²
	1968	— 1.040	670	235		— 125	— 305 ²
	1969	325	745	— 160		— 195	365 ²
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività (—) finanziarie³</i>							
Prestiti bancari	1967	25	— 140	— 295	1.280	— 80	790
	1968	— 80	— 45	— 525	3.545	— 40	2.855
	1969	155	75	— 630	5.230	20	4.845
Biglietti di banca e monete metalliche, e depositi bancari	1967	— 140	775	365	— 1.900	155	— 740
	1968	— 220	730	220	— 3.425	70	— 2.625
	1969	— 130	470	— 250	— 4.990	175	— 4.725
Riserve di oro e valute estere	1967	— 320					— 320
	1968	— 115					— 115
	1969	45					45
Prestiti e investimenti all'estero ⁴	1967	330		120		10	460
	1968	— 320		135		30	— 155
	1969	110		35		—	70
Debito negoziabile del governo	1967	— 915	— 235	—	235	510	— 410
	1968	— 45	— 280	— 40	— 395	40	— 695
	1969	810	85	— 10	— 590	275	585
Debito non negoziabile del governo	1967	5	— 35	30	— 10	10	—
	1968	— 5	— 40	55	— 10	— 5	—
	1969	— 215	— 235	380	15	—	— 60
Indebitamento delle autorità locali	1967	— 670	115	40	345	165	— 5
	1968	— 580	245	— 30	260	165	55
	1969	— 595	210	— 85	325	120	— 30
Crediti verso altri istituti finanziari ⁵	1967		2.720	—		— 2.650	75
	1968		2.535	25		— 2.455	105
	1969		2.625	55		— 2.695	20
Azioni e titoli ⁶	1967	5	— 595	— 10	60	595	55
	1968	55	— 490	— 120	70	605	120
	1969	15	— 415	— 145	35	370	— 145
Altri prestiti interni ⁷	1967	70	— 980	— 20	40	890	
	1968	225	— 995	— 300	20	1.050	
	1969	130	— 855	— 295	— 10	1.030	
Transazioni non identificate .	1967	— 60	— 690	95		320	— 225
	1968	45	— 1.010	805		350	145
	1969	10	— 1.210	855		510	— 180

¹ Una cifra positiva indica un aumento dei crediti RU (o una riduzione nelle passività del Regno Unito) verso il settore estero. ² Investimenti netti all'estero (cioè saldo del conto merci e servizi). ³ Un segno negativo indica una diminuzione di attività o un aumento di passività. ⁴ Comprende, fra l'altro, il conto del Regno Unito nei FMI. ⁵ Afflusso netto alle compagnie di assicurazione sulla vita ed ai fondi pensione e depositi presso altri istituti finanziari. ⁶ Comprende le transazioni in azioni di fondi d'investimento. ⁷ Comprende soprattutto prestiti per l'acquisto di case.
Fonte: Banca d'Inghilterra.

per le banche e, da ultimo, le tensioni di liquidità previste per il trimestre fiscale gennaio-marzo. Successivamente, in novembre e dicembre, in connessione con flussi di fondi dall'estero, i crediti bancari sono infatti diminuiti.

In presenza di investimenti lordi crescenti rispetto ai risparmi aziendali, le compagnie industriali e commerciali hanno constatato nel 1969 come il clima creditizio interno divenisse sempre meno ospitale. Nel primo semestre, per di più, esse hanno dovuto costituire depositi cauzionali sulle importazioni per £435 milioni, finanziandoli in parte con fondi esteri. I loro debiti verso le banche, inclusi quelli non soggetti a restrizioni, sono saliti a £630 milioni contro £525 milioni circa nel 1968. Il loro ricorso alle emissioni azionarie, sebbene alquanto superiore a quello del precedente anno, si è decisamente contratto nel secondo semestre a causa degli alti saggi d'interesse e dello stato di depressione del mercato azionario. Un'altra possibile sorgente di fondi, quella costituita da prestiti e crediti ipotecari di istituti finanziari non bancari, è stata ostruita dal fatto che alcuni di questi istituti hanno preferito investire in titoli di prim'ordine. In queste circostanze, ed in relazione al crescente rafforzamento della sterlina, le compagnie hanno cercato fondi all'estero in misura sempre maggiore, specialmente a partire dal tardo 1969.

Per quanto concerne il settore personale, nel novembre 1968, i termini di pagamento degli acquisti rateali erano stati inaspriti e nel marzo 1969 gli istituti finanziatori sono stati invitati a ridurre i loro interventi al 98% del livello di fine ottobre. Di conseguenza, i debiti rateali dei consumatori sono aumentati lo scorso anno soltanto di £25 milioni. Inoltre, a causa in parte della vischiosità dei saggi sui depositi e del precedente più lento afflusso di mezzi, i mutui netti concessi dalle società di credito immobiliare agli acquirenti di case sono diminuiti nel 1969 di £100 milioni. Dal lato dell'offerta, il settore personale ha ridotto i suoi averi di buoni di risparmio emessi dal governo, ha aumentato di poco i suoi depositi ed ha diminuito gli acquisti di quote di fondi d'investimento; d'altro canto le sue vendite nette di titoli di società sono state inferiori rispetto all'anno precedente, e sono sensibilmente aumentati, specialmente dopo il primo trimestre, i suoi averi di titoli governativi.

Nell'esercizio finanziario 1969-70, l'avanzo del Tesoro disponibile per rimborso di debiti è salito a £1.130 milioni, il che ha significato un miglioramento di quasi £2.500 milioni nel corso di un biennio. La previsione di tale avanzo, che si è sostanzialmente concentrato nel primo trimestre del 1970, aveva suscitato timori di una severa stretta di liquidità. In realtà queste preoccupazioni si sono rivelate infondate. E ciò per il fatto che, per conformarsi con le nuove disposizioni per la pubblicità dei loro profitti, le banche hanno introdotto nuove procedure contabili il cui effetto è stato di migliorare la loro liquidità di ben più del 2%, miglioramento che le autorità hanno ritenuto di non dover sterilizzare. Altro fattore è stato l'ampia entrata di fondi dall'estero, che si pensa siano in gran parte affluiti ai conti delle imprese e richiamati, in parte, dalle restrizioni creditizie all'interno. Infine, il credito bancario soggetto alle disposizioni limitative, dopo essere diminuito verso la fine del 1969, ha preso moderatamente a crescere: a metà marzo le banche aderenti alla stanza di compensazione e quelle scozzesi si trovavano di circa il 5,5% al disopra dei limiti massimi consentiti.

Il mercato dei titoli di prim'ordine si è mantenuto vivace nel primo trimestre del 1970, e le vendite nette delle autorità al settore non bancario durante l'intero anno finanziario potrebbero risultare sensibilmente superiori alla cifra di £550 milioni registrata nei primi tre trimestri. Pressocchè all'inizio del 1970, peraltro, il collocamento di fondi pubblici sembra aver assunto un ritmo meno aggressivo, e ciò al fine di favorire la ripresa del mercato per nuove emissioni dell'industria. Il rendimento delle obbligazioni industriali è sceso, tra dicembre e marzo, dal 10,75% a poco meno del 10%.

Per l'esercizio finanziario 1970-71 l'obiettivo posto all'espansione del credito interno è di £900 milioni contro una flessione netta probabilmente superiore a £500 milioni nell'anno 1969-70. L'avanzo del settore pubblico diminuirà ed il collocamento netto di titoli presso il settore non bancario dovrebbe ridursi. Inoltre, il credito bancario al settore privato potrà espandersi più che nel 1969-70, e ciò al fine di evitare eccessive difficoltà alle imprese e, quindi, di non frapporre ostacoli agli investimenti interni. In luogo dei limiti quantitativi sulle operazioni bancarie di prestito, le autorità, per regolare la liquidità bancaria e le concessioni di credito, ricorreranno di più in futuro a variazioni dei depositi speciali e - nel caso delle banche diverse da quelle aderenti alla stanza di compensazione e da quelle scozzesi - all'utilizzo del sistema dei depositi di cassa. Come direttiva di massima, il Cancelliere ha comunque indicato, nel suo discorso di presentazione del bilancio, un graduale moderato aumento di circa il 5%, per l'intero anno fino al marzo 1971, dei crediti prima soggetti ai limiti di massima espansione. La stessa direttiva vale per gli istituti per il finanziamento delle vendite rateali.

Il Cancelliere ha inoltre detto di attendersi un incremento della moneta e quasi moneta inferiore a quello del credito interno. Inoltre, le autorità non desiderano affatto favorire un ulteriore afflusso di capitali a breve termine, orientamento questo confermato dalla riduzione, in due tappe in marzo ed aprile, del saggio ufficiale di sconto dall'8 al 7%.

Canada. Nello sforzo di combattere l'inflazione, la politica monetaria è stata progressivamente inasprita a partire dal quarto trimestre del 1968. Il saggio di sconto venne elevato dal 6 al 6,5% in dicembre ed ancora dal 6,5 al 7% nel marzo del 1969. Furono adottati provvedimenti per aumentare la pressione sulla situazione di cassa delle banche e, grazie anche ad una severa politica fiscale, l'espansione dei depositi bancari si era rallentata.

La domanda di credito bancario, alimentata dalle aspettative di ulteriori aumenti dei saggi d'interesse, restava tuttavia sostenuta, tanto che le banche, nel primo semestre dell'anno sotto rassegna, hanno sviluppato i loro prestiti ad un saggio annuale rettificato del 23%, soprattutto riducendo progressivamente le considerevoli attività liquide accumulate nel 1968. Pertanto, nel mese di aprile 1969, la Banca del Canada ha annunciato l'aumento, a far tempo dal 1° giugno, del coefficiente delle attività liquide secondarie dal 7 all'8%. Le banche hanno reagito, tra l'altro, continuando a vendere titoli governativi, ed ai primi del 1970 i loro crediti liquidi sono caduti a livelli senza precedenti in rapporto al totale delle attività. I loro prestiti alle imprese ed ai consumatori sono aumentati nel secondo semestre del 1969 ad un saggio annuale di appena il 3,4%.

Nell'applicare le restrizioni, le autorità hanno cercato di evitare le distorsioni che possono nascere da una corsa ai depositi fondata sulla eccessiva concorrenza dei saggi d'interesse. Il saggio ufficiale è stato ulteriormente aumentato e portato all'8% in due fasi successive, a giugno e luglio. Le maggiori banche sono state invitate ad astenersi da una concorrenza troppo aggressiva in materia di saggi sui certificati di deposito a breve termine in dollari canadesi. Il che ha favorito una flessione dei depositi vincolati in valuta nazionale ed ha contribuito a far sì che il saggio annuale di espansione del volume globale dei depositi in dollari canadesi scendesse dall'8,7% del primo semestre all'1,5% del secondo. Sino all'estate gli alti saggi d'interesse correnti all'estero hanno messo in condizione le banche di attrarre un considerevole volume di fondi nazionali con l'offerta di alti saggi su depositi "riportati" in valuta estera, la cui contropartita veniva collocata principalmente negli Stati Uniti. Per limitare il fenomeno, la Banca del Canada ha invitato in luglio le banche a considerare temporaneamente il livello raggiunto dai depositi "riportati" come un limite massimo.

La politica monetaria ha ricevuto nel 1969 un valido sostegno dal sensibile rovesciamento di posizione che ha condotto il bilancio del governo centrale da un fabbisogno finanziario netto di circa \$1 miliardo nel 1968 ad un modesto avanzo di cassa nel 1969. Comunque - soprattutto a causa di vendite nette di obbligazioni per \$481 milioni effettuate nell'intero anno dalle banche, che nel 1968 avevano invece acquistato per \$1.098 milioni netti - il mercato dei valori mobiliari è stato sottoposto ad una crescente tensione. Nel corso dell'anno il rendimento medio dei titoli governativi a lungo termine è cresciuto di un intero punto sino ad oltre l'8,3%. In tale congiuntura le autorità locali, gli enti pubblici e le società hanno ridotto le loro emissioni nette in dollari canadesi, che erano ammontate nel 1968 a \$1,8 miliardi, a \$1,6 miliardi nel 1969. Per contro, questi stessi mutuatari hanno accresciuto il ricorso alle emissioni obbligazionarie in valuta estera da \$1,3 miliardi nel 1968 a \$1,5 miliardi, ed hanno altresì raccolto più capitali a mezzo dell'emissione di azioni e di carta a breve termine.

Un certo mutamento di direzione intervenuto nel flusso dei mezzi monetari, meno orientati verso le banche, ha consentito alle altre istituzioni finanziarie, specialmente le società per il finanziamento delle vendite e per i prestiti ai consumatori, di espandere notevolmente le loro operazioni attive. Anche le società d'investimento e quelle per i prestiti ipotecari hanno aumentato l'offerta di credito ed il flusso di mezzi all'edilizia residenziale è stato agevolmente assicurato sino al termine del 1969. Ciò è in parte da attribuirsi all'aumento dei finanziamenti pubblici al settore ma, in aggiunta, va considerato che i saggi d'interesse ipotecari si sono dimostrati più flessibili che in passato e che, nel prevalente clima inflazionistico, i mutuatari sono apparsi disposti a pagare saggi molto elevati. Alla fine dell'anno, peraltro, le concessioni di credito ipotecario erano considerevolmente diminuite e quelle di credito ai consumatori stavano perdendo velocità.

Le politiche adottate hanno fatto sì che il rallentamento dell'attività economica si manifestasse molto prima che negli Stati Uniti. L'inflazione, comunque, non è stata del tutto domata, per cui, agli inizi del 1970, la politica monetaria ha continuato ad essere restrittiva. Nondimeno, sotto l'influenza degli avvenimenti esterni, i saggi d'interesse a breve e a lungo termine sono alquanto diminuiti e la

Banca del Canada, alla fine di marzo, ha rimosso il limite massimo per i depositi "riportati". Il bilancio del governo per il 1970-71 prevede nuovamente un avanzo, ed in marzo è stata proposta l'introduzione di controlli diretti sulle vendite rateali. In maggio, al fine di evitare che afflussi di fondi minassero alla base la stretta creditizia in atto, il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto al 7,5 %, e, con effetto da luglio, il coefficiente delle attività liquide secondarie è stato elevato dall'8 al 9 %.

Giappone. Il 1969, oltre che essere il quarto anno completo di intensa espansione economica ed il secondo di ampio saldo attivo dei conti con l'estero, è stato altresì un anno di surriscaldamento all'interno e di rapido aumento dei prezzi. Sino all'estate la politica monetaria è rimasta improntata a criteri di relativa larghezza. Nel precedente autunno i limiti massimi alle concessioni di credito erano stati rimossi, ed in luogo di essi le autorità avevano posto in essere un sistema in base al quale venivano date istruzioni alle banche cittadine riguardo alle loro posizioni nette di liquidità. Nell'emanare queste istruzioni, la Banca del Giappone, dall'aprile 1969 in poi, ha cercato di incoraggiare l'uscita di fondi col tener conto di ogni deterioramento di liquidità bancaria attribuibile a debiti a brevissima scadenza in yen, accesi per rimborsare le passività in eurodollari o altra valuta estera.

Nel settembre del 1969 la Banca del Giappone ha elevato il proprio saggio di sconto del 5,84 al 6,25 %. Inoltre, per le grandi banche, gli obblighi di riserva a fronte dei depositi a vista sono stati portati dall'1 all'1,5 %. Sempre in settembre è stata rafforzata la vigilanza sulla liquidità bancaria. E, come ulteriore misura volta ad incoraggiare le uscite di capitali a breve termine, la Banca del Giappone, dall'ottobre 1969 al gennaio 1970, ha fornito alle banche abilitate ad operare in cambi fondi in yen da convertire in valute estere.

In totale, lo scorso anno le banche hanno migliorato la loro posizione netta sull'estero di circa yen 530 miliardi. Poichè la liquidità derivante dall'aumento delle riserve ufficiali è stata considerevolmente inferiore a tale cifra, la Banca del Giappone ha contribuito ad approvvigionare le banche di riserve addizionali attraverso prestiti netti ed acquisti di titoli, saliti da yen 510 miliardi nel 1968 a yen 885 miliardi nel 1969. Nondimeno, la forte domanda di credito ha posto sotto pressione la situazione di liquidità delle banche, le quali hanno aumentato nell'anno 1969 di yen 370 miliardi il loro ricorso netto all'indebitamento a brevissima scadenza, che si era ridotto invece di yen 120 miliardi nel 1968. Il saggio del danaro a brevissimo termine è salito da circa il 7 % nell'estate all'8,5 % alla fine dell'anno.

Rispecchiando la forte domanda di credito delle imprese, i prestiti e gli sconti concessi dalle banche si sono durante l'anno rapidamente sviluppati al saggio del 16,3 % contro il 14,6 % del 1968. Il saggio di formazione dei depositi bancari, sebbene sia stato del 16,4 % e quindi pressochè uguale a quello di espansione del credito, è risultato invece alquanto inferiore al 17,1 % del 1968.

Lo scorso anno un notevole evento finanziario è stato il relativo aumento del flusso di fondi attraverso le istituzioni finanziarie non bancarie. I depositi presso tali istituti si sono rapidamente sviluppati dando loro modo di espandere

Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie, per settore.

Voci	Anni	Imprese	Settore personale	Governò	Imprese pubbliche e autorità locali	Sistema bancario	Altre istituzioni	Resto del mondo ¹
Avanzo o disavanzo finanziario	1967	-2.930	4.110	- 290	-1.055			- 70 ²
	1968	-2.910	4.670	75	-1.455			375 ²
	1969	-3.435	5.180	390	-1.340			785 ²
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie³</i>								
Risorse liquide e depositi vincolati	1967	1.725	4.335	- 805	210	-3.280	-2.185	
	1968	1.990	4.870	- 995	155	-4.325	-1.700	
	1969	3.065	6.525	-1.190	220	-5.235	-3.385	
Crediti di compagnie di assicurazione e trusts	1967	78	1.275	- 185	5	- 30	-1.185	
	1968	130	1.515	- 235	5	-	-1.415	
	1969	165	1.815	- 280	5	10	-1.710	
Titoli (al netto)	1967	- 420	475	- 480	- 925	700	605	
	1968	- 370	620	- 380	- 890	600	565	
	1969	- 445	1.045	- 75	- 890	255	335	
Prestiti	1967	-5.135	-1.835	1.130	- 315	3.235	2.925	
	1968	-5.610	-1.865	1.505	- 635	3.650	2.960	
	1969	-7.865	-2.715	1.705	- 650	4.650	4.875	
Riserve ufficiali	1967							- 25
	1968							320
	1969							220
Altri crediti esteri (al netto)	1967	- 115	-	105	- 30	- 40	-	- 70
	1968	- 55	-	90	- 50	115	-	80
	1969	- 205	-	225	- 20	525	-	600
Transazioni varie ⁴	1967	1.045	- 140	- 80	-	- 590	- 185	25
	1968	1.005	- 470	90	- 40	- 40	- 410	- 30
	1969	1.845	-1.485	- 5	- 20	- 200	- 115	- 30

¹ Un cifra positiva indica un aumento delle attività (o una diminuzione delle passività) rispetto al resto del mondo. ² Investimenti netti all'estero (cioè saldo del conto merci e servizi). ³ Un segno negativo indica una diminuzione di attività o un aumento di passività. ⁴ Compresi il credito al commercio e le discordanze statistiche.

le operazioni di prestito al saggio del 24% contro il 21% del 1968. Considerando tutte le istituzioni finanziarie, bancarie e non bancarie, il saggio di espansione dei mezzi di pagamento e dei depositi a tempo è passato dal 15% del 1968 al 18% nel 1969. Per contro, l'aumento della spesa nazionale lorda ai prezzi correnti è caduto dal 18,5% circa del 1968 al 17,5% nello scorso anno, mentre lo sviluppo della spesa reale è sceso dal 14,3% al 13%. Perciò, proprio come in altri paesi, non sembra che la stretta monetaria abbia dato luogo ad un significativo restringimento dei mercati del credito globalmente considerati. Le società, il cui massiccio aumento degli investimenti è stato ampiamente coperto dai più elevati risparmi aziendali, si sono pesantemente indebitate, utilizzando in parte il ricavo per scopi di liquidità interna e per estendere i crediti commerciali e quelli al consumo al settore personale.

Agli inizi del 1970, i saggi d'interesse hanno continuato ad aumentare ed è sembrato che le imprese commerciali più grandi incontrassero maggiori difficoltà nell'ottenere credito. Peraltro, non è stato possibile scorgere alcuna revisione

dei piani d'investimento. Nel bilancio per il 1970-71 il governo ha proposto di aumentare dal 35 al 36,75 % l'imposta sulle società ed ha previsto un minor fabbisogno finanziario. Il conflitto fra stretta monetaria e la necessità di ridurre l'avanzo esterno continua a costituire un problema di difficile soluzione.

Germania. Nel 1969 la rivalutazione ha costituito sotto molti aspetti un punto di svolta per l'andamento dei mercati del credito interno. Ma sino a settembre, e così anche nell'ultimo trimestre, non è stato possibile porre un freno efficace all'espansione creditizia. Verso la fine del 1968, rispecchiando la precedente situazione di danaro a buon mercato ed un ampio attivo dei conti con l'estero, le riserve libere di liquidità bancaria si erano ragguagliate a quasi DM 40 miliardi, pari cioè al 15 % dei depositi passivi: rapporto questo che a metà del 1966 aveva toccato il minimo del 6 %. Perciò, quando una massa addizionale di fondi a breve per DM 19 miliardi si è riversata nel paese durante i primi nove mesi del 1969, la politica monetaria si è posta come obiettivo dei più importanti quello di ridurre o neutralizzare la liquidità bancaria.

Nuovi provvedimenti sono stati adottati soprattutto fra marzo e settembre. Il saggio ufficiale di sconto è stato elevato in tre tappe dal 3 al 6 % ed il saggio delle anticipazioni su titoli è stato portato dal 3,5 al 7,5 %. Inoltre, la Bundesbank ha continuato ad offrire facilitazioni di riporto a saggi preferenziali al fine di incoraggiare le banche a tenere fondi all'estero. Nei primi nove mesi, per di più, liquidità per 7,5 miliardi è stata assorbita mediante altre misure creditizie comprendenti, tra l'altro, operazioni di mercato aperto. Già dal dicembre 1968 era stata istituita una riserva obbligatoria marginale del 100 % a valere sulle passività delle banche verso non residenti. Nel marzo 1969 la Bundesbank ha annunciato una riduzione del 20 % delle quote di risconto delle istituzioni creditizie, a far tempo con piena efficacia dal mese di luglio. Successivamente, i coefficienti minimi di riserva sono stati aumentati in due occasioni: in giugno sono stati elevati del 15 e del 50 % quelli applicabili nei confronti delle passività verso i residenti e, rispettivamente, i non residenti, mentre in agosto è stato apportato un aumento generale del 10 %. Un'ulteriore riduzione di DM 8 miliardi nella liquidità bancaria è derivata tra gennaio e settembre dal deficit di base dei conti con l'estero, mentre ulteriori DM 8 miliardi sono stati assorbiti quando un miglioramento della situazione finanziaria del settore pubblico ha consentito alle autorità di sterilizzare fondi presso la banca centrale e di ridurre il loro indebitamento sul mercato monetario con le istituzioni creditizie. Ma nonostante tutto ciò, le attività liquide delle banche a fine settembre erano ancora equivalenti al 12 % circa dei loro depositi passivi.

Nell'ultimo trimestre del 1969 le forze che agivano sulla liquidità bancaria hanno drammaticamente invertito la loro direzione. Il riflusso di fondi verso l'estero, accoppiato ad un aumento del deficit di base, ha drenato oltre DM 23 miliardi dalle istituzioni creditizie. L'adozione comunque di opportune contromisure da parte delle autorità, e l'utilizzo da parte del settore pubblico di fondi detenuti presso la Bundesbank, hanno ridotto l'impatto negativo sulla liquidità a poco più di DM 13 miliardi. In novembre la Bundesbank ha abrogato il coefficiente marginale di riserva obbligatoria del 100 % sulle passività verso i non resi-

deni, ha allineato le riserve obbligatorie medie su tali depositi a quelle previste per le passività verso i residenti ed ha ridotto del 10% gli obblighi globali di riserve. In dicembre inoltre, elevando il saggio sulle anticipazioni garantite dal

Germania: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie, per settore.

Voci	Anni	Famiglie	Edilizia residenziale	Imprese	Settore pubblico	Istituzioni creditizie ¹	Altre istituzioni finanziarie ²	Resto del mondo ³
Risparmio netto più trasferimenti di capitali . . .	1967	30,60	7,35	17,95	9,55	3,05	0,45	
	1968	35,20	8,10	27,60	13,95	3,30	0,55	
	1969	41,50	5,15	23,15	29,15	- 0,20 ⁴	0,40	
Investimenti netti (-)	1967	—	-21,35	-20,70	-16,00	- 0,70	- 0,65	
	1968	—	-21,90	-36,85	-18,00	- 1,05	- 0,55	
	1969	—	-22,85	-51,55	-20,15	- 1,35	- 0,75	
Avanzo o deficit finanziario	1967	30,60	-13,95	- 2,75	- 6,40	2,35	- 0,15	9,70 ⁵
	1968	35,20	-13,80	- 9,25	- 4,00	2,20	—	10,35 ⁵
	1969	41,50	-17,70	-28,35	9,00	- 1,55 ⁴	- 0,35	2,55 ⁵
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie*</i>								
Moneta, depositi vincolati e a risparmio	1967	18,95	0,20	11,50	4,85	-38,40	1,60	- 1,35
	1968	24,45	0,15	12,75	5,30	-50,65	1,70	- 6,20
	1969	26,20	0,10	12,65	7,95	-55,40	1,20	- 7,25
Crediti verso istituzioni finanziarie non bancarie . .	1967	8,65	—	0,70	0,15	0,10	- 9,65	—
	1968	9,10	—	1,20	0,15	0,10	-10,55	- 0,05
	1969	10,95	—	1,30	0,10	0,10	-12,45	- 0,05
Titoli del mercato monetario	1967	—	—	0,70	- 4,30	4,10	—	0,55
	1968	—	—	0,10	- 0,75	- 0,45	- 0,15	- 1,20
	1969	—	—	- 1,15	6,25	- 5,20	—	- 0,10
Obbligazioni ed azioni: Acquisti	1967	4,00	—	1,55	- 0,75	12,60	2,15	0,05
	1968	4,65	—	2,65	0,50	15,70	3,70	- 0,70
	1969	8,75	—	4,10	0,30	10,85	3,10	0,75
Vendite	1967	—	- 0,05	- 3,95	- 4,10	- 9,50	- 0,05	1,85
	1968	—	- 0,10	- 3,80	- 2,50	-14,70	- 0,05	6,75
	1969	—	- 0,05	- 2,95	0,45	-12,95	- 0,10	10,75
Credito bancario	1967	- 0,90	- 8,85	-10,70	- 6,00	33,20	0,05	6,80
	1968	- 2,75	- 9,85	-14,55	- 8,15	44,85	—	9,35
	1969	- 3,80	-11,20	-38,10	- 8,65	75,45	- 0,25	13,45
Altri prestiti	1967	- 0,15	- 3,65	- 1,20	- 0,75	—	5,75	—
	1968	- 0,10	- 3,20	- 1,55	- 0,45	—	5,35	—
	1969	- 0,15	- 5,70	- 1,75	- 0,60	—	8,15	—
Altri crediti e passività	1967	—	- 1,60	- 1,35	4,50	—	—	1,50
	1968	- 0,20	- 0,80	- 6,10	1,95	—	—	- 5,20
	1969	- 0,50	- 0,85	- 2,50	3,20	—	—	- 0,65
Oro e valute estere	1967	—	—	—	—	0,30	—	0,30
	1968	—	—	—	—	7,55	—	7,55
	1969	—	—	—	—	-14,40 ⁶	—	-14,40

¹ Compresa la banca centrale. ² Istituti di risparmio e di credito edilizio e settore assicurativo. ³ Una cifra positiva indica un aumento dei crediti della Germania (o una diminuzione delle sue passività) verso il resto del mondo. ⁴ Dopo gli aggiustamenti apportati al bilancio della Bundesbank in conseguenza della rivalutazione del DM (le variazioni di contropartita compaiono sotto la voce "Resto del mondo"). ⁵ Investimenti esteri netti (cioè saldo del conto merci e servizi). ⁶ Un segno negativo indica una diminuzione di attività o un aumento di passività.

7,5 al 9%, quando contemporaneamente i margini di risconto si erano ristretti, essa ha indotto le banche ad utilizzare le loro attività a breve sull'estero. A fine anno il rapporto di liquidità bancaria è così caduto al 6,8%.

La domanda di credito è fortemente aumentata nel 1969. Presi insieme, i due settori rappresentati dalle imprese e dall'edilizia residenziale hanno raddoppiato il loro deficit finanziario portandolo da DM 23 miliardi nel 1968 a DM 46 miliardi. Il solo settore delle imprese ha aumentato il suo ricorso netto alle facilitazioni delle istituzioni creditizie da DM 14,6 a 38,1 miliardi, molti dei quali presi a prestito dopo la rivalutazione a causa del massiccio drenaggio di fondi da parte dell'estero. Nel medesimo tempo tale settore è divenuto, da prestatore netto, fornitore netto di fondi sul mercato dei valori mobiliari, ed ha continuato ad accumulare come prima cospicui depositi bancari. Un elemento stabilizzatore, d'altro canto, è stato costituito dal balzo di DM 13 miliardi con il quale il settore pubblico si è portato dal disavanzo all'avanzo, variazione questa che si è accompagnata ad una sensibile riduzione del ricorso al mercato dei capitali e ad un miglioramento della posizione nei confronti del settore bancario. Per quanto riguarda le istituzioni creditizie, i depositi si sono sviluppati rapidamente ed i crediti ancor di più, dando così luogo ad una riduzione dei loro investimenti in titoli. Il saggio di espansione della moneta e quasi moneta è rapidamente cresciuto dal 7,5% nel 1968 al 10,9% lo scorso anno.

Le emissioni nette sul mercato dei valori mobiliari sono diminuite da DM 26 miliardi nel 1968 a DM 21,4 miliardi nel 1969. Le imprese industriali si sono valse principalmente di emissioni azionarie. Per quanto riguarda i collocamenti di titoli obbligazionari, il settore pubblico si è virtualmente ritirato dal mercato e le istituzioni creditizie hanno attinto in minor misura dell'anno precedente. Per contro, la partecipazione tedesca alle emissioni internazionali ed a quelle ordinarie estere sul mercato nazionale è salita fra il 1968 ed il 1969 da DM 5,2 a 6,2 miliardi, ossia dal 20 al 27% delle emissioni globali. A partire dal maggio 1969 il comitato ufficio bancario per il mercato dei capitali ha limitato le emissioni di non residenti in DM, fissando dapprima un limite massimo mensile di DM 500 milioni, ma riducendolo poi a DM 300 milioni. Tenendo conto sia delle emissioni interne che delle transazioni nette con non residenti in obbligazioni ed azioni, le quali insieme si sono ragguagliate a DM 26 miliardi, la quota di capitali freschi rastrellata da non residenti sul mercato tedesco dei valori mobiliari è stata pari al 45%.

Nel 1970 le autorità hanno intensificato i loro sforzi al fine di contenere il "boom" e di limitare le uscite di capitali a lungo termine. A marzo, in assenza di ulteriori misure fiscali a sostegno dei provvedimenti governativi di gennaio, la Bundesbank ha elevato il saggio di sconto dal 6 al 7,5%, e quello sulle anticipazioni garantite dal 9 al 9,5%. Nel medesimo tempo, per prevenire afflussi di mezzi a breve, obblighi marginali di riserva del 30% sono stati applicati sulle passività verso i non residenti. Il credito bancario si è sviluppato un po' meno velocemente, ma i mezzi di pagamento si trovavano a fine marzo ad un livello del 14,6% superiore a quello di un anno prima, e ciò a causa, in parte, di conversioni di depositi a più lunga scadenza indotte da considerazioni inerenti ai saggi

d'interesse. Nel primo trimestre le emissioni obbligazionarie nette sono state ben inferiori a quelle del corrispondente periodo del 1969. Nel medesimo tempo, il ricorso estero a nuove emissioni sul mercato tedesco è temporaneamente cessato, ma in aprile le operazioni di collocamento sono moderatamente riprese.

Italia. Durante i primi sette mesi del 1969 le autorità monetarie hanno seguito una politica di danaro relativamente a buon mercato. Elemento chiave di tale politica è stato ancora il mantenimento della stabilità dei saggi d'interesse a lungo termine, e ciò allo scopo di favorire gli investimenti fissi ed il flusso dei fondi sul mercato dei capitali. Già verso la fine del 1968, peraltro, questa linea di condotta stava incontrando difficoltà. Con i saggi d'interesse in aumento sui mercati esteri, il deflusso di capitali a lungo termine era andato rapidamente crescendo dall'autunno del 1968 all'estate del 1969, dando luogo a pesanti perdite di riserve ufficiali. La conseguente pressione sulla liquidità bancaria si manifestava principalmente sotto forma più di una maggior domanda di credito che di una diminuzione dei depositi.

Sino al mese di luglio, ritenendo non durature le tensioni esterne, le autorità monetarie adottarono provvedimenti intesi tanto a non lasciar diminuire la base monetaria quanto a limitare il deflusso netto di capitali. In questo periodo, la liquidità bancaria fu influenzata negativamente non solo dal disavanzo esterno ma anche da una contrazione delle uscite nette del Tesoro, in gran parte dovuta al più ridotto finanziamento di investimenti pubblici. In certa misura queste tensioni furono attenuate da una decurtazione, rispetto al corrispondente periodo del 1968, delle vendite di buoni del Tesoro sul mercato dei capitali. In aggiunta, verso la fine di marzo, le banche furono invitate a ridurre gradualmente le loro attività nette sull'estero — che in quel momento si ragguagliavano a circa \$750 milioni — sino a pareggiare la posizione entro la fine di giugno. Ulteriori fondi le banche reperirono nel limitare il rimborso stagionale dei debiti con la banca centrale. Soprattutto per ragioni esterne, mentre il saggio ufficiale di sconto restava immutato al 3,5%, furono adottate misure intese a contenere l'eccessivo ricorso al credito della banca centrale. Nel mese di marzo, le anticipazioni su titoli della Banca d'Italia alle aziende di credito furono sottoposte a saggi di penalizzazione crescenti sino ad un punto e mezzo sopra il saggio di sconto, quando fossero ripetute, esclusa la prima, ed alla fine di giugno tali saggi furono applicati anche alle operazioni di risconto superiori a certi limiti. In aprile l'attività dei fondi comuni d'investimento esteri in Italia fu subordinata alla condizione che metà del loro portafoglio sia costituito di titoli italiani e, inoltre, fu vietato alle banche di partecipare a consorzi di emissione di titoli esteri.

In agosto, persistendo in misura massiccia l'esodo dei capitali, e cominciando a destare preoccupazione l'andamento dei prezzi, le autorità si sono nettamente orientate verso una politica monetaria restrittiva. Il saggio ufficiale di sconto è stato elevato dal 3,5 al 4%, fermi restando i saggi marginali di penalizzazione dell'1,5% per i risconti e le anticipazioni su titoli. E, ciò che è più importante, atteso che in Italia il credito della banca centrale è discrezionale, la Banca d'Italia ha adottato una linea di condotta restrittiva nel concedere faci-

litazioni al sistema creditizio. In tale congiuntura le banche hanno venduto obbligazioni e, poichè la Banca d'Italia ha fornito al mercato solamente un limitato sostegno, i rendimenti a lungo termine sono aumentati passando, tra luglio e la fine dell'anno, da circa il 6,5% ad un buon 8%.

Le operazioni di prestito del sistema creditizio sul mercato interno si sono sviluppate nel corso dell'anno in misura abbastanza uniforme, aumentando di lire 3.140 miliardi, pari a circa il 15% contro il 10,5% dell'anno precedente. Il saggio di espansione del volume totale dei depositi, per contro, è sceso dal 13,5% del 1968 al 12% nel 1969. Sebbene l'aumento dei depositi, pari a lire 3.665 miliardi, sia stato superiore in valore assoluto a quello dei crediti concessi, la differenza è stata più che assorbita dal normale incremento delle riserve obbligatorie. Notevolmente ridotti si sono invece gli investimenti netti in titoli da parte del sistema creditizio, scesi da lire 1.535 miliardi nel 1968 a lire 1.200 miliardi nel 1969.

Le emissioni nette sul mercato dei capitali si sono ragguagliate nel 1969 a lire 4.025 miliardi, rispetto a lire 3.565 miliardi nel 1968 e lire 2.825 miliardi nel 1967. Le emissioni di obbligazioni per conto del Tesoro e quelle degli istituti di credito speciale sono aumentate, e così pure le emissioni azionarie private. Però, mentre nel 1968 la Banca d'Italia aveva acquistato obbligazioni per sole lire 220 miliardi, lo scorso anno, particolarmente durante gli ultimi cinque mesi, i suoi acquisti sono ammontati a lire 1.215 miliardi. Il volume dei nuovi valori mobiliari acquistati dalle banche e dal pubblico è caduto da lire 3.345 miliardi nel 1968 a lire 2.810 miliardi nel 1969.

Nei primi mesi del 1970, mentre l'attività economica andava lentamente riprendendosi dopo gli sconvolgimenti dell'autunno, nuove misure si sono rese necessarie per tamponare il deflusso di capitali. In febbraio, unitamente ad un'abbreviazione dei termini di regolamento delle transazioni commerciali con l'estero, è stato disposto che le rimesse di banconote dall'estero debbano essere effettuate direttamente alla Banca d'Italia in Roma. Successivamente, ai primi di marzo, il saggio ufficiale di sconto è stato portato dal 4 al 5,5%, fermo sempre restando il margine addizionale dell'1,5% per gli indebitamenti eccedenti i limiti stabiliti. I saggi d'interesse a lungo termine si sono poco dopo portati vicino al 9% (esente da imposta per i portatori delle obbligazioni). Queste variazioni hanno condotto i saggi italiani quasi ad allinearsi con il livello dei saggi internazionali.

Francia. Nella primavera e nell'estate del 1969 nuove misure restrittive, aventi principalmente per oggetto il credito al settore privato, sono state adottate al fine di rafforzare quelle introdotte in materia di bilancio e di credito nel novembre del 1968. In maggio i limiti quantitativi all'espansione dei crediti bancari a breve sono stati prorogati sino a fine 1969 e fissati in modo da raggiungere nel mese di dicembre il 107% del livello del settembre 1968. Nel medesimo tempo, l'anticipo minimo in contanti sugli acquisti rateali è stato portato dal 20-25 al 30% e la dilazione massima di pagamento ridotta in genere da 21 a 18 mesi. In più, si è proceduto ad elevare i saggi d'interesse sui depositi vincolati e su quelli a risparmio. In giugno, la Banca di Francia ha aumentato il proprio saggio di

sconto dal 6 al 7%. Poco dopo, al fine di contenere una rapida espansione dei crediti non soggetti a disciplina, sono state imposte delle limitazioni, per l'anno, ai crediti a medio termine, riscontabili o mobilizzabili sul mercato ipotecario, concessi per i finanziamenti di impianti o costruzioni. Le autorità hanno poi bilanciato in parte il forte drenaggio di liquidità bancaria, provocato dal saldo passivo dei conti con l'estero, riducendo dalla fine di giugno dal 2,5 allo 0,5 la percentuale da vincolare a riserva dei depositi a tempo e di quelli a risparmio.

Sebbene l'ampio disavanzo esterno abbia agito nel senso di rallentare l'espansione dell'offerta di moneta, il credito al settore privato ha continuato a svilupparsi durante la primavera e l'estate. Peraltro, proprio per quanto riguarda il credito, la svalutazione di agosto ha comportato la necessità di adottare ulteriori e più numerose misure restrittive. Ben presto infatti è stata ancora inasprita la regolamentazione delle vendite rateali, con l'aumento dell'anticipo minimo in contanti al 40 o al 50% e la riduzione in genere a 15 mesi del periodo massimo di pagamento. Limitazioni sono state imposte ai mutui a lungo termine del "Credito Nazionale" e del "Credito Agricolo", così come ai prestiti del "Fondo per lo sviluppo economico e sociale" alle imprese pubbliche operanti in settori aperti alla libera concorrenza. Inoltre, poichè i limiti massimi in vigore per il 1969 erano stati superati, è stata temporaneamente sospesa la concessione dei crediti a medio termine, riscontabili, per il finanziamento degli impianti. Successivamente, in ottobre, la Banca di Francia ha portato all'8% il saggio di sconto. In più, gli averi obbligatori minimi delle banche in titoli di credito a medio termine sono stati elevati dal 14 al 15% dei depositi passivi, ed il risconto dei crediti della specie, concessi dall'inizio di novembre in poi, è stato limitato alla carta scadente entro 2 anni. In Novembre, sono stati introdotti nuovi coefficienti per le istituzioni finanziarie, limitanti le loro concessioni di crediti, principalmente a lunga scadenza e non riscontabili, in rapporto ai mezzi propri ed alle passività a lungo termine.

Per effetto di queste misure, e grazie al diverso clima maturato con gli adeguamenti delle parità del franco e del DM, il volume del credito accordato al settore privato è considerevolmente scemato verso la fine dell'anno, mentre si è accelerata la formazione di nuovi depositi vincolati a risparmio. Durante l'intero arco del 1969 la moneta e la quasi moneta, che nel 1968 erano aumentate dell'11,6%, si sono accresciute del 6,3%. I depositi a vista, sviluppatasi dell'11% nel 1968, nel 1969 non hanno registrato che un modesto incremento netto. Peraltro, un rapido sviluppo intervenuto nel secondo semestre ha fatto aumentare la quasi moneta del 24%, ad un saggio uguale cioè a quello del 1968. Fra i due anni, il saggio di espansione del credito bancario al settore privato è caduto dal 21,3% all'11,7%. Anche il credito concesso dal sistema bancario al settore pubblico (inclusi i crediti speciali all'edilizia residenziale) è aumentato in minor misura, essendosi accresciuto nel 1968 di fr.fr. 5,4 miliardi e nel 1969 di fr.fr. 3,5 miliardi. Le attività nette sull'estero del sistema bancario, che nel 1968 si erano ridotte di fr.fr. 15,7 miliardi, sono ancora diminuite di fr.fr. 9,3 miliardi nel 1969. Tale flessione si è in larga misura accompagnata a perdite di riserve ufficiali, ma, in più, le banche hanno convertito in passiva la loro posizione netta sull'estero al fine di adeguarsi alle disposizioni introdotte a fine 1968 e all'inizio del 1969.

Nel 1969 il deficit del bilancio statale si è considerevolmente ridotto. Nell'ultimo trimestre, quando la bilancia dei pagamenti stava diventando attiva, le operazioni di finanziamento del Tesoro hanno contribuito a tenere sotto pressione la liquidità bancaria. Il ricorso delle banche al risconto presso la Banca di Francia e gli istituti di credito speciale è aumentato nel 1969 di fr.fr. 10,5 miliardi. Sul mercato monetario si è fatto maggior assegnamento sulla politica dei saggi d'interesse per regolare la liquidità bancaria, e i saggi d'intervento della Banca di Francia si sono mantenuti strettamente in linea con i saggi correnti sui mercati esteri. Il saggio per il danaro alla giornata è aumentato di due punti durante l'anno.

Il volume globale dei crediti a medio termine riscontabili e dei mutui a lunga scadenza, a causa soprattutto del forte aumento registrato all'inizio dell'anno, è cresciuto di circa il 18% nel 1969, mentre i prestiti a breve, sottoposti a limitazioni durante tutto l'anno, sono saliti di appena il 4%. I crediti accordati nel 1969 all'economia dagli istituti di credito speciale e dagli istituti di finanziamento si sono sviluppati al saggio del 12,3%, alquanto più celermente quindi del credito bancario.

Nel 1969 il settore privato ha anche attinto un volume considerevolmente più cospicuo di fondi mediante l'emissione di titoli. Su un mercato in espansione, le emissioni azionarie si sono più che raddoppiate, passando da fr.fr. 3,6 miliardi nel 1968 a fr.fr. 7,5 miliardi nel 1969. Tenendo conto dei valori mobiliari collocati dalle industrie nazionalizzate, le emissioni obbligazionarie del settore privato sono salite da fr.fr. 5,8 a quasi 7 miliardi. Questo aumento è stato favorito da un riassorbimento netto di titoli da parte del governo e da una flessione che ha interessato le emissioni effettuate dal rimanente settore pubblico. Il totale netto delle emissioni obbligazionarie interne, che nel 1968 era ammontato a fr.fr. 5,7 miliardi, si è ragguagliato a fr.fr. 6,4 miliardi nel 1969. Influenzati dalla politica seguita in materia di saggi d'interesse delle nuove emissioni, i rendimenti del mercato sono saliti lentamente durante quasi tutto il corso dell'anno. Soprattutto a seguito degli aumenti verificatisi ai primi del 1969, e di una rinnovata tendenza al rialzo profilatasi verso la fine dell'anno, i rendimenti tipici erano in dicembre superiori di un punto a quelli di un anno prima.

Il bilancio preventivo presentato dal governo per il 1970 prevede il consolidamento del saldo globale. Le restrizioni quantitative all'espansione del credito bancario a breve e dei crediti a medio termine riscontabili sono state prorogate sino alla fine di giugno del 1970. A partire da febbraio, da quando cioè i limiti massimi sono stati disciplinati con norme di legge, le istituzioni creditizie che li hanno oltrepassati sono state invitate ad accendere conti infruttiferi presso la Banca di Francia per la durata minima di un mese. Peraltro, nel mese di marzo alcuni prestiti in valuta estera utilizzabili fuori del paese sono stati esentati da tali limiti e, in deroga alle generali limitazioni alle concessioni di credito, è stato consentito un incremento mensile non superiore all'1,50% dei crediti a breve all'esportazione. In gennaio, ed ancora in primavera, si è provveduto ad attenuare, con molta prudenza, le disposizioni concernenti il credito al consumo. Alla fine di aprile sono state attenuate le limitazioni vigenti su alcune forme di credito a me-

dio e lungo termine; in particolare, i limiti massimi all'espansione dei crediti a medio termine, riscontabili, per l'acquisto di attrezzature industriali sono stati in genere elevati dal 6 all'8% per il primo semestre del 1970. Peraltro, per contribuire a bilanciare gli effetti derivanti sulla liquidità del sistema dal miglioramento del saldo dei conti con l'estero, il coefficiente minimo degli averi bancari di carta a medio termine è stato elevato dal 15 al 16%.

Belgio. Nella primavera e nell'estate del 1969 le autorità monetarie si sono adoperate tanto per limitare le perdite di cambio quanto per contenere l'espansione del credito entro limiti ragionevoli. In tre tappe successive, tra marzo e maggio, il saggio ufficiale di sconto è stato elevato dal 4,5 al 6%, ed ai primi di aprile sono stati imposti limiti alle posizioni a pronti delle banche in valuta estera prelevata dal mercato dei cambi controllati, nonché alle loro anticipazioni in franchi convertibili. Alla fine di aprile è stato introdotto, per l'anno considerato complessivamente, un limite del 14% alla massima espansione del credito bancario alle imprese ed ai privati, ivi compresi i crediti in franchi belgi concessi all'estero. In più, la Banca nazionale ha limitato il risconto da parte delle singole banche al 16%, inizialmente, delle risorse medie del 1968 (compresi i mezzi propri, ma con esclusione dei conti interbancari); tale coefficiente è passibile di riduzione nel caso in cui i prestiti superino il previsto massimale. Le tratte spiccate sul Fondo nazionale per le strade con scadenza successiva a fine settembre sono state escluse dal risconto. Ancora, per la durata di un anno a partire da giugno, è stato introdotto un rapporto minimo fra le disponibilità delle banche in attività facilmente mobilizzabili e le loro passività a breve in franchi belgi.

In estate, dovendo ancora far fronte ai più elevati saggi esteri ed alle incertezze della situazione monetaria, le autorità hanno ulteriormente elevato il saggio ufficiale di sconto al 7% in luglio e poi, in settembre, al 7,5%. Poiché le limitazioni imposte allo sviluppo del credito bancario si erano dimostrate troppo generose in relazione alle necessità, il limite massimo per il secondo semestre è stato ridotto in autunno sì da contenere l'espansione per l'intero anno all'11,2%. Nel medesimo tempo, tale massimale è stato esteso anche al primo semestre del 1970 e, come per l'innanzi, analoghe limitazioni sono state imposte sui crediti deliberati dagli istituti di credito pubblico, dalle casse di risparmio private e dalle compagnie di assicurazione. In agosto, inoltre, il limite posto al risconto delle banche presso la Banca nazionale è stato ridotto al 14%, ed in settembre si è annunciato che esso sarebbe stato progressivamente portato, mese per mese, al 10% per la fine di marzo.

Per effetto delle economie di spesa e di un aumento di carattere ciclico delle entrate fiscali, il fabbisogno finanziario netto del governo è caduto da fr.belgi 34,1 a 28,1 miliardi tra il 1968 ed il 1969. Poiché fr.belgi 4,8 miliardi sono stati reperiti all'estero — laddove nel 1968 l'indebitamento netto con l'estero si era ridotto di fr.belgi 3,7 miliardi — il ricorso ufficiale al mercato interno è diminuito di fr.belgi 14,5 miliardi. L'indebitamento interno a lungo termine del governo è pure scemato, ed il suo ricorso netto alle istituzioni creditizie, al livello di fr.belgi 20 miliardi, ha apportato, seppure in minor misura del 1968, un considerevole contributo alla creazione di liquidità interna.

Sebbene l'uscita di fondi abbia costituito un problema per gran parte del 1969, un considerevole riflusso ha avuto luogo verso la fine dell'anno, e, sull'arco di tutti i dodici mesi, le attività nette sull'estero del sistema bancario sono salite di fr.belgi 8,6 miliardi, mentre, nel 1968, erano diminuite di fr.belgi 11 miliardi. Quest'inversione nella bilancia dei pagamenti, unitamente ai più alti profitti delle imprese ed all'utilizzo dei saldi liquidi, ha contribuito a limitare la domanda di credito del settore privato. In presenza, inoltre, di un credito considerevolmente più ampio concesso nel 1969 da parte di altre istituzioni finanziarie, i prestiti del sistema bancario al settore privato sono ammontati a soli fr.belgi 13,5 miliardi, rispetto ai fr.belgi 25,6 miliardi del 1968. L'espansione della moneta e della quasi moneta, pari nel 1968 al 9,5%, si è ragguagliata al 7,7%; mentre la circolazione monetaria ed i depositi a vista si sono contratti nel secondo semestre, la formazione di quasi moneta, rispecchiando in larga misura i crescenti saggi d'interesse sui depositi vincolati, si è accelerata dal 15,7% del 1968 al 21,8% del 1969. Un rallentamento dell'attività interna ed un riflusso di capitali ha favorito l'affermarsi verso la fine dell'anno di una più soddisfacente situazione di liquidità. Il saggio sul danaro alla giornata, che in settembre aveva toccato il culmine del 7,48%, è sceso in dicembre al 6,07%, livello questo ancora superiore di circa due punti e tre quarti rispetto ad un anno prima.

Il bilancio preventivo per il 1970, presentato dal governo in ottobre, prevedeva un disavanzo globale pressochè uguale a quello del 1969, ma in novembre, dopo la rivalutazione del DM, è stato preannunciato un piano di misure antinflazionistiche. Il programma comprende riduzioni selettive degli abbuoni di imposta sulle esportazioni, più elevati contributi per le assicurazioni sociali ed un ulteriore inasprimento della disciplina delle vendite rateali. In più, sono stati limitati i permessi di costruzione per l'edilizia residenziale ed i contributi governativi agli investimenti privati.

Nel marzo 1970, trovandosi i crediti utilizzati ancora ben al disotto dei massimi stabiliti, e delinandosi un'accelerazione delle concessioni di credito, i limiti esistenti sono stati sostituiti con un nuovo sistema volto a contenere l'espansione dei crediti utilizzati durante i primi nove mesi del 1970 entro il 5,5% per ciascuna banca. Lo sviluppo del credito soggetto alle nuove limitazioni, nonchè di quello all'esportazione, sottratto alle restrizioni medesime, dovrà essere all'incirca equivalente all'effettiva espansione registrata nel corrispondente periodo del 1969. La concessione di credito in eccedenza ai limiti consentiti sarà penalizzata con una riduzione delle quote massime di sconto in misura almeno uguale all'eccedenza medesima. I crediti all'esportazione sono stati resi riscontabili senza questi limiti a partire dal mese di marzo, ma i coefficienti di sconto dovranno essere ridotti al 9% in due fasi successive, in giugno e settembre.

Paesi Bassi. Alla fine del 1968, dopo due anni di relativa larghezza monetaria, le autorità si sono orientate verso una politica di tipo restrittivo. In considerazione delle pressioni sui prezzi all'interno e dei crescenti saggi d'interesse all'estero, nel dicembre di tale anno la Nederlandsche Bank ha elevato il saggio di sconto dal 4,5 al 5%. Inoltre, essa ha raggiunto un'intesa con le banche per la limitazione del credito a breve, la cui espansione per il 1969 non potrà superare il

10%. Il credito a medio e lungo termine avrebbe invece dovuto svilupparsi in linea con l'aumento dei mezzi di provvista a più lunga scadenza.

Nella primavera e nell'estate del 1969 il continuo rialzo dei saggi d'interesse sui mercati esteri, in coincidenza con la forte domanda interna di credito, ha dato luogo a due ulteriori ritocchi del saggio di sconto, al 5,5% in aprile e al 6% in agosto. E, siccome a metà anno le banche avevano considerevolmente aumentato le loro attività nette sull'estero, finanziandole in misura eccessivamente ampia mediante indebitamento con la Nederlandsche Bank, esse sono state invitate in luglio a ridurre entro la fine dell'anno la loro posizione sull'estero del 10% rispetto ad una base fissata. Dopo la rivalutazione del DM, peraltro, quando cospicue entrate di fondi nei Paesi Bassi hanno rapidamente allentato le tensioni finanziarie, è stato nuovamente permesso alle banche di ricostituire la loro posizione netta sull'estero sino al 125% del volume in essere nel periodo preso come base. I saggi d'interesse a breve e lungo termine sono aumentati di circa un punto e mezzo tra la fine del 1968 e l'ottobre 1969, per attenuarsi poi nella restante parte dell'anno.

Il deficit finanziario del settore pubblico per l'intero 1969 è stato appena superiore a fiorini 4 miliardi, e quindi pressochè uguale a quello dell'anno precedente. La crescita della domanda di credito è quindi scaturita in larga misura dal settore privato, le cui necessità finanziarie hanno continuato ad espandersi vigorosamente.

Dato il clima di saggi crescenti, lo scorso anno il flusso dei fondi sul mercato ha considerevolmente mutato le proprie caratteristiche. Il volume netto di mezzi affluiti al mercato dei capitali, pari a fiorini 9,8 miliardi, è stato praticamente uguale a quello del 1968. Un aumento di circa fiorini 900 milioni nei mezzi provenienti dagli investitori istituzionali e privati è stato pressochè bilanciato da una flessione degli investimenti bancari. Dal lato della domanda, il governo centrale ha aumentato il proprio indebitamento da fiorini 1,3 a 2,2 miliardi, mentre il settore privato e le autorità locali hanno fatto ricorso in misura relativamente più ampia di prima alle banche ed al mercato monetario.

Il limite con il limite massimo imposto all'espansione del credito, il saggio di crescita dei prestiti a breve al settore privato si è ridotto al 10%, ossia a metà di quello del 1968; dal loro canto, i crediti bancari a medio e lungo termine sono aumentati di fiorini 1,4 miliardi, contro un incremento di fiorini 0,3 miliardi nel 1968, sicchè il volume totale dei crediti concessi dalle banche al settore privato è salito del 17%, giusto un punto meno dell'anno precedente. Grazie al maggior ricorso del governo al mercato dei capitali, il credito bancario al settore pubblico, che nel 1968 era aumentato del 12%, si è accresciuto di appena l'8%.

Il saggio di espansione dell'offerta di moneta, insieme alla quasi moneta depositata presso le istituzioni creditizie, si è ridotto tra il 1968 ed il 1969 dal 14 al 10,5%, e ciò sebbene la provvista bancaria a più lungo termine abbia continuato ad accrescersi ad un ritmo relativamente rapido. Nell'anno sino al gennaio 1970 l'indebitamento delle banche con la Nederlandsche Bank è aumentato di circa fiorini 0,5 miliardi, e quindi parecchio in più del miglioramento registrato nella loro posizione netta sull'estero.

Il limite massimo all'espansione del credito bancario a breve è stato prorogato al 1970, sostanzialmente con le medesime modalità del 1969. Nei primi mesi dell'anno il mercato interno dei capitali ha nuovamente dato segni di tensione, e i saggi d'interesse si sono mossi all'insù più o meno in linea con quelli correnti sul corrispondente mercato internazionale.

Svizzera. Nei primi otto mesi del 1969 le autorità hanno dovuto fronteggiare, senza adeguati mezzi, una pronunciata accelerazione dell'espansione del credito interno. Sebbene il bilancio della Confederazione sia risultato nuovamente attivo, il contenimento della liquidità bancaria ha sostanzialmente operato attraverso il mantenimento di saggi d'interesse relativamente bassi e le conseguenti uscite di capitali. Nel frattempo, peraltro, un rapido sviluppo dei depositi ha consentito ugualmente alle banche di rispondere con generosità alla domanda interna di credito.

All'inizio di settembre le autorità monetarie hanno raggiunto con le principali banche un "gentleman's agreement" sui criteri cui avrebbero dovuto essere informati, se necessario, i limiti massimi nella concessione di credito e i minimi coefficienti marginali di riserva. Contemporaneamente, è stato imposto un limite al volume globale delle concessioni di credito, con un saggio annuo di massima espansione variante dal 9 all'11,5% in relazione al saggio in precedenza registrato da ciascuna banca. Data la situazione, è stato più tardi deciso di non dare seguito alle proposte di legge intese ad ampliare il ventaglio degli strumenti di politica monetaria e creditizia della Banca nazionale.

A metà settembre, allineandosi alla tendenza dei saggi del mercato monetario, la Banca nazionale ha elevato il proprio saggio di sconto dal 3 al 3,75%. Data comunque l'attrazione esercitata dai saggi correnti sul mercato delle eurodivise, le banche si sono orientate nel senso di contenere in limiti modestissimi la loro liquidità interna, aumentando nel contempo in considerevole misura l'indebitamento con la banca centrale. Sebbene le uscite di capitali, accoppiate alle restrizioni del credito interno, fossero le benvenute, e per quanto le facilitazioni ufficiali di riporto su valute fossero state rese ampiamente disponibili alle date di chiusura dei bilanci, la Banca nazionale ha disapprovato l'eccessivo utilizzo delle proprie linee di credito in operazioni di arbitraggio sui saggi d'interesse. Nel riaffermare la natura eccezionale e temporanea di tali facilitazioni, essa ha concordato con le grandi banche dei limiti massimi entro cui il loro ricorso al credito della banca centrale avrebbe dovuto essere contenuto per il resto dell'anno.

Il credito interno, che nel 1968 era aumentato dell'8,4%, si trovava alla fine di agosto del 1969 ad un livello superiore nella misura del 12,7% a quello di un anno prima, ma i limiti massimi imposti alla sua espansione ne hanno contenuto l'incremento per il 1969 nel 12,3%. La maggior parte di tale aumento va ascritto ai prestiti concessi alle imprese; l'espansione del credito ipotecario è stato relativamente meno sensibile, ragguagliandosi all'8%. I depositi sono nuovamente aumentati del 20%, rispecchiando principalmente una forte dilatazione dei depositi vincolati di pertinenza sia di residenti che di non residenti.

Le emissioni nette di valori mobiliari si sono ragguagliate a fr. sv. 5,7 miliardi, e cioè a fr. sv. 0,2 miliardi in più dell'anno precedente, con un aumento di fr. sv. 0,5 miliardi delle emissioni azionarie. Sono quindi diminuite, di fr. sv. 0,4 miliardi, le emissioni nette di obbligazioni, pari a fr. sv. 3,3 miliardi. La quota rappresentata dai prenditori esteri è rimasta pressochè invariata, e cioè appena inferiore ad un quarto del totale. Sebbene i rendimenti siano aumentati di circa un punto durante l'anno (quelli delle obbligazioni della Confederazione hanno raggiunto a fine anno il 5,4%), le sottoscrizioni non sempre sono state soddisfacenti. Sino a settembre la commissione di vigilanza bancaria ha approvato tutte le emissioni ma, successivamente, si è orientata verso criteri più restrittivi.

Nel gennaio 1970, nell'ambito di un più ampio programma di stabilizzazione, il saggio consentito di massima espansione del credito è stato ridotto del 15%, il che equivale ad un saggio annuo di espansione del 7,65-9,75%. Poichè a fine febbraio 1970 il credito interno era superiore del 13,3% al livello di un anno prima, si è resa necessaria una sostanziale decelerazione di tale ritmo di espansione. Le autorizzazioni di nuove emissioni obbligazionarie concesse nel primo trimestre si sono mantenute quasi allo stesso livello del corrispondente periodo del 1969; la quota rappresentata dal collocamento di titoli esteri è peraltro considerevolmente diminuita e, in maggio, tale tipo di emissioni è stato sospeso per un periodo imprecisato. I saggi d'interesse hanno continuato a crescere: il saggio bancario di sconto per i privati e quelli sui depositi vincolati sono stati elevati, di mezzo punto, al 5,25 e al 5,5% rispettivamente, mentre i saggi sui buoni di cassa sono stati aumentati generalmente di un quarto di punto. I saggi d'interesse svizzeri sono ancora di gran lunga al disotto di quelli correnti altrove, ed il limite massimo gravante sull'espansione del credito bancario non costituisce certo un incentivo a far rimpatriare le attività che le banche detengono all'estero. La continua sostenuta espansione potrebbe peraltro condurre ad un non desiderabile richiamo di fondi da parte delle imprese industriali.

Austria. Nel corso del 1969 l'attività economica ha assunto un ritmo più vivace, ma ci si è avvicinati ai limiti della capacità produttiva soltanto verso la fine dell'anno. Guidata dalle esportazioni, l'espansione è andata via via alimentandosi alla domanda interna. La produzione industriale è stata in media superiore dell'11,4% a quella del 1968, e il prodotto nazionale reale lordo è salito del 6,4%. L'aumento dei salari si è mantenuto più o meno in linea con quello della produttività, accelerandosi però di alquanto dopo la fine dell'anno.

Con una liquidità bancaria ancora alimentata da un sia pur ridotto saldo attivo dei conti con l'estero, i prestiti delle istituzioni creditizie, che nel 1968 erano aumentati di scellini 14,3 miliardi, si sono accresciuti di scellini 23,3 miliardi. Ciò si è accompagnato, peraltro, ad un ricorso fortemente ridotto all'indebitamento verso l'estero che, infatti, non ha registrato alcun aumento rispetto al 1968, quando si era ragguagliato a scellini 5,7 miliardi. La rinuncia a siffatta forma di indebitamento, che era costituito soprattutto da passività a lungo termine, va ascritta tanto alle restrizioni monetarie vigenti su mercati esteri quanto ad incertezze sui tassi di cambio.

Per quanto concerne le istituzioni creditizie austriache, il saggio di espansione del credito bancario interno, pari al 16,7%, è stato di sei punti superiore a quello del 1968 ed ha superato il tasso di sviluppo del volume globale dei depositi e delle obbligazioni bancarie, pari al 14,4% e quindi superiore di tre punti a quello del precedente anno. I depositi vincolati ad oltre 30 mesi sono stati resi più appetibili per i risparmiatori a mezzo di nuovi saggi d'interesse variabili sino al 5,5%, e le emissioni obbligazionarie delle banche sono state assai consistenti. Queste ultime hanno nel contempo dilatato i loro portafogli di titoli governativi a breve di qualcosa in più che nel 1968 ed hanno ulteriormente aumentato la loro posizione netta sull'estero. Per agevolare queste loro operazioni le banche hanno cessato di acquistare titoli e, cosa più importante, hanno fatto largamente ricorso al credito della banca centrale.

Le emissioni obbligazionarie nette si sono ragguagliate a scellini 4,3 miliardi nel 1969, contro scellini 3,1 miliardi nel 1968. I rendimenti delle obbligazioni governative sono leggermente aumentati sino a raggiungere il 7,6% a fine 1969. Il collocamento di quote di fondi d'investimento interni ed esteri è stato considerevole e, limitatamente alle quote di fondi stranieri stilate in valuta estera, è stato subordinato a speciale autorizzazione della Banca nazionale.

Per la maggior parte dell'anno la politica monetaria è rimasta improntata a criteri di relativa larghezza. Nei primi mesi, quando considerazioni inerenti ai tassi di cambio hanno indotto i mutuatari austriaci ad abbandonare le sorgenti estere di fondi per quelle interne, la Banca nazionale ha assicurato alle banche ampie facilitazioni creditizie ed ha altresì abbassato il minimo coefficiente di riserva obbligatoria dell'1,5%, portandolo all'8,5% per i depositi a vista e al 5,5-6,5% per quelli vincolati ed a risparmio. In settembre, quando l'attività delle imprese nazionali è divenuta assai vivace, la Banca nazionale ha elevato il proprio saggio di sconto dal 3,75 al 4,75% ed unificato al superiore livello del 5,25% il tasso, prima differenziato, delle anticipazioni garantite da titoli.

La rivalutazione del marco tedesco ha imposto nuove scelte di politica economica. Soprattutto perchè si è ritenuto che la situazione dei conti con l'estero austriaci fosse di sostanziale equilibrio, l'ipotesi della rivalutazione è stata scartata. In luogo di questa, le autorità hanno invece adottato una serie di misure stabilizzatrici comprendente, in aggiunta a disposizioni selettive intese a stimolare le importazioni, un aumento di un punto dei coefficienti delle riserve obbligatorie, portandoli al 9,5% per i depositi a vista e al 6,5-7,5% per gli altri depositi.

Nel gennaio 1970 la Banca nazionale ha elevato di un quarto di punto i propri saggi attivi, portandoli al 5% per i risconti e al 5,5% per le anticipazioni su titoli, e ciò al fine di prevenire un eventuale surriscaldamento dell'economia. In febbraio la Banca nazionale medesima ha assorbito liquidità per circa scellini 1,5 miliardi mediante il collocamento presso le banche di propri buoni di cassa. In questi mesi le pressioni della domanda e dei costi si sono fatte più pesanti, ed il saldo dei conti con l'estero è diventato passivo.

Svezia. La stretta creditizia si è andata delineando nel febbraio 1969 con l'aumento dal 5 al 6% del saggio di sconto della Riksbank. Misure successive hanno inteso assoggettare a maggior disciplina la liquidità bancaria e rin vigorire

la domanda di titoli a reddito fisso, limitando nel contempo il deflusso di fondi. Pertanto, in marzo, i coefficienti di liquidità bancaria, aventi sino ad allora carattere officioso, sono stati resi legalmente obbligatori e rafforzati con una penale del 4% su ogni infrazione. Al riguardo la definizione di attività liquide ha continuato, come prima, ad essere abbastanza lata da includere le obbligazioni governative ed edilizie, ma limita invece l'accettabilità dei crediti in valuta delle banche verso le loro corrispondenti estere. Inoltre le casse di risparmio, gli istituti assicurativi e il Fondo nazionale per le pensioni si sono impegnati, d'intesa con la Riksbank, ad investire due terzi dell'incremento registrato durante il 1969 nel totale delle loro attività in buoni di cassa e obbligazioni governative e nell'edilizia residenziale.

Nonostante queste misure, e un saldo passivo verso l'estero che ha ridotto la liquidità bancaria, le banche commerciali hanno aumentato i crediti al settore delle imprese di cor.sv. 2,7 miliardi nel primo semestre del 1969, contro cor.sv. 1,9 miliardi nel corrispondente periodo del 1968. Il loro indebitamento con la Riksbank, pari nel giugno 1968 a cor.sv. 0,6 miliardi, è salito nel giugno 1969 al livello altissimo di cor.sv. 3,1 miliardi.

Data la situazione, ulteriori misure si rendevano necessarie. In luglio, la Riksbank ha elevato al 7% il saggio di sconto ed ha dato istruzioni alle banche di depositare presso di essa, in conti infruttiferi, l'equivalente dell'1% delle loro principali passività, assoggettando ogni inadempienza ad un saggio di penalizzazione pari a quello dello sconto più il 3%. Inoltre, per la prima volta, limiti quantitativi sono stati imposti all'indebitamento delle singole banche presso la Riksbank. Tali limiti sarebbero stati poi modificati tenendo conto del progresso compiuto da ciascuna banca verso la riduzione, ai livelli di inizio 1969, dei crediti accordati diversi dai finanziamenti all'edilizia residenziale, oggetto questi ultimi di separati accordi.

Il credito delle banche commerciali al settore delle imprese è fortemente decelerato nel secondo semestre del 1969, e il suo aumento per l'intero anno si è ragguagliato a sole cor.sv. 0,8 miliardi in confronto di cor.sv. 3,3 miliardi nel 1968. In connessione con il consolidamento rappresentato dai maggiori acquisti di titoli ipotecari da parte di altre istituzioni finanziarie, si è verificata una riduzione netta dei prestiti concessi dalle banche commerciali all'edilizia residenziale. Le stesse banche hanno acquistato più obbligazioni edilizie e titoli di stato al fine di far fronte agli obblighi di liquidità, e ciò soprattutto da quando, dopo settembre, sono diminuite le loro attività nette sull'estero.

Il deficit di cassa del governo è salito da cor.sv. 3,4 miliardi nel 1968 a cor.sv. 3,8 miliardi nel 1969, variazione più che ascrivibile ad un aumento dei prestiti concessi all'edilizia residenziale. Nel medesimo tempo le autorità monetarie, per mezzo di operazioni di gestione del debito pubblico effettuate sul mercato a lungo termine, hanno raccolto fondi per circa cor.sv. 2 miliardi contro cor.sv. 1,5 miliardi circa nel 1968. Per la maggior parte del 1969 l'indebitamento bancario verso la Riksbank si è mantenuto considerevolmente più elevato che nel 1968, ma un ritorno di fondi dall'estero ha contribuito a far sì che esso si riducesse in dicembre a cor.sv. 880 milioni, in confronto di cor.sv. 850 milioni un anno prima.

Svezia: Flussi creditizi netti.

Creditori	Anni	Debitori				Totale
		Governo	Autorità locali	Settore dell'edilizia	Settore delle imprese	
milioni di corone svedesi						
Riksbank	1968	1.230	10	110	25	1.375
	1969	1.505	—	10	15	1.490
Banche commerciali	1968	255	95	2.000	3.320	5.670
	1969	1.525	100	1.180	795	3.600
Altre banche	1968	510	650	2.095	975	4.230
	1969	15	510	2.550	535	3.610
Istituti pubblici di assicurazione . .	1968	535	495	2.760	1.885	5.690
	1969	590	605	2.815	1.600	5.610
Istituti privati di assicurazione . . .	1968	190	115	890	600	1.795
	1969	— 280	155	1.350	630	1.850
Altri creditori	1968	655	55	5	410	1.125
	1969	435	— 25	—	680	1.085
Totale	1968	3.370	1.415	7.875	7.215	19.885
	1969	3.795	1.345	7.885	4.225	17.245

L'aumento del volume netto dei crediti accordati è passato da cor.sv. 19,9 miliardi nel 1968 a cor.sv. 17,2 miliardi nel 1969, in connessione con un'ancor maggiore flessione dell'indebitamento globale delle imprese tanto verso le banche quanto a mezzo di emissioni di obbligazioni. Lievi variazioni si sono verificate tra il 1968 ed il 1969 nel volume globale dei fondi raccolti dal settore dell'edilizia. Vi è stato, comunque, un considerevole incremento nei titoli ipotecari emessi, favorito dai saggi d'investimento applicabili alle istituzioni finanziarie. Al di fuori del settore bancario il flusso globale di fondi è molto leggermente diminuito nel 1969.

All'inizio del 1970 i saldi liquidi del settore privato si erano considerevolmente ridotti, ma, attese le ancor forti pressioni inflazionistiche, si sono prese delle misure per appoggiare la stretta creditizia con una più severa politica fiscale. Il bilancio governativo per l'anno finanziario che inizierà a luglio del 1970 prevede principalmente un significativo mutamento di indirizzo nella tassazione, con preferenza per quella indiretta, che entrerà in vigore principalmente a partire dal gennaio 1971. L'imposta sul valore aggiunto della maggior parte dei beni di consumo durevoli è stata elevata dal 10 al 14% a partire dal febbraio 1970, mentre in aprile è stato annunciato un rinvio di commesse governative ed introdotta un'imposta sugli investimenti, analoga a quella in vigore nel 1967 e nel 1968, applicabile alle nuove costruzioni non prioritarie tra il maggio 1970 e il luglio 1971. Inoltre, d'intesa con la Riksbank, le banche commerciali si sono impegnate, a partire da maggio, a contenere l'espansione per il 1970 del volume globale dei crediti concessi a settori diversi dall'edilizia residenziale nel 104% del livello di fine 1969. Infine, le condizioni di accesso al credito della banca centrale ed il saggio d'interesse sui depositi intrattenuti presso la Riksbank sono stati fatti dipendere dalla misura in cui le banche si uniformano ai coefficienti di liquidità, ai limiti massimi di sviluppo del credito e alle direttive in materia di finanziamenti all'edilizia residenziale.

Danimarca. Nella primavera del 1969, con le esportazioni industriali, i consumi, gli investimenti delle imprese e l'edilizia residenziale tutti in forte sviluppo, l'espansione economica ha acquistato velocità e il disavanzo della bilancia delle partite correnti si è ulteriormente appesantito. Il saggio di sconto della Banca nazionale è stato portato dal 6 al 7% nel mese di marzo, ed ulteriormente elevato al 9% in maggio dopo l'insorgere di una grave crisi valutaria. Inoltre, al fine di consolidare il bilancio, il governo ha preannunciato tagli della spesa pubblica ed aumenti delle imposte indirette. Di lì a poco, la Banca nazionale ha concluso degli accordi con le banche commerciali e le casse di risparmio nei quali è previsto l'aumento delle riserve obbligatorie dal 10 al 20%, a valere sull'incremento dei depositi passivi intervenuto tra il settembre 1968 e l'aprile 1969, ed al 30% a valere sull'incremento successivo dei medesimi. Alle banche è stato consentito di investire i fondi vincolati in una più vasta gamma di obbligazioni, ma è stata loro limitata la possibilità di far fronte agli obblighi di riserva mediante il collocamento di mezzi all'estero. In più, le banche si sono impegnate a contenere l'espansione del credito globale entro limiti compatibili con un equilibrato sviluppo dell'economia.

Le disponibilità in valuta estera sono state sostenute con l'accensione di debiti all'esterno, con l'utilizzo delle facilitazioni di riporto stipulate dalla banca centrale e con un prelievo sul FMI. Poichè, peraltro, la domanda interna continuava ad espandersi e le concessioni di credito ad intensificarsi rapidamente, le banche sono state invitate a limitare il credito alle costruzioni e, nell'autunno, ulteriori passi sono stati compiuti allo scopo di ridurre la liquidità. In settembre la Banca nazionale, che già aveva tentato di moderare l'aumento dei saggi d'interesse, ha sospeso del tutto le operazioni sul mercato obbligazionario, e si è convenuto di non dare corso alla riduzione, prevista per novembre, del coefficiente marginale della riserva di liquidità delle banche. Nel corso dell'intero anno l'espansione delle riserve obbligatorie ha congelato fondi delle banche commerciali e delle casse di risparmio per un ammontare di cor.dan. 880 milioni. E, in più, il drenaggio di liquidità è stato favorito dal crescente avanzo del bilancio statale.

Rispecchiando la rafforzata domanda di credito, le banche commerciali e le casse di risparmio hanno aumentato il loro sostegno al settore privato del 15% nel 1969 rispetto al 9,5% dell'anno precedente. Il saggio di crescita della moneta e quasi moneta è stato nel 1969 del 10,5%, e quindi sensibilmente inferiore a quello del 1968. Sebbene il ritmo di sviluppo dei depositi delle banche commerciali si sia ridotto all'11% da quasi il 17,5% dell'anno prima, esse hanno intensificato i crediti all'economia riducendo gli acquisti di titoli ed intaccando parzialmente le attività liquide accumulate nel 1968, specialmente quelle nette sull'estero. Ancora, nel 1969 esse hanno accresciuto di cor.dan. 684 milioni il loro indebitamento con la Banca nazionale, che era invece diminuito l'anno precedente di cor.dan. 206 milioni.

Il settore privato, e segnatamente gli istituti di credito edilizio, hanno aumentato nel 1969 il ricorso al mercato dei capitali. Le emissioni interne globali sono salite a cor.dan. 8,38 miliardi, rispetto a cor.dan. 6,86 miliardi nel 1968 e a cor.dan. 4,50 miliardi nel 1967. Gli acquisti di obbligazioni da parte della Banca

nazionale, che hanno avuto luogo principalmente nel primo trimestre, sono stati nel corso dell'intero 1969 inferiori a quelli effettuati l'anno precedente. Anche le banche hanno ridotto gli acquisti di titoli a reddito fisso, ma è aumentato, specialmente verso la fine del 1969, il volume di quelli collocati presso altri tipi di investitori. I rendimenti obbligazionari hanno dato qualche segno di cedimento dopo il mese di ottobre, ma alla fine dell'anno il rendimento dei titoli ipotecari di prim'ordine si era attestato a quasi il 10%. In dicembre sono state divise nuove misure di stabilizzazione del mercato dei titoli a reddito fisso, soprattutto per contenere l'indebitamento delle autorità locali e del settore delle costruzioni.

I guadagni medi orari del settore privato sono rapidamente aumentati nel 1969 sino a raggiungere l'11%, e l'indice dei prezzi sul quale si fonda il meccanismo di adeguamento dei salari - indice calcolato al netto delle imposte indirette - è salito del 5,4% contro solo il 2,7% del 1968. Gran parte di questo aumento ha avuto luogo dopo la metà dell'anno, quando i controlli generali imposti sui prezzi dopo la svalutazione del novembre 1967 sono stati rimossi. Le aliquote dell'imposta sul reddito per il 1970, primo anno di applicazione del sistema della ritenuta, sono state stabilite in modo tale da aumentare considerevolmente il gettito. Il bilancio preventivo presentato dal governo per il 1970-71 prevede un avanzo di cassa di cor.dan. 1,5 miliardi.

In marzo il governo ha disposto che nessun progetto di edifici o costruzioni statali sia iniziato prima dell'ottobre 1970. Inoltre, d'intesa con la Banca nazionale, gli istituti di credito si sono impegnati ad evitare per sei mesi ogni incremento netto dei prestiti diversi da quelli erogati per finanziare l'edilizia residenziale a carattere sociale, già sottoposti a speciali condizioni. Ulteriori proposte formulate in maggio comprendono il blocco dei prezzi dei servizi e un aumento dal 12,5 al 15% dell'imposta sul valore aggiunto.

Norvegia. Le crescenti esportazioni hanno dato luogo ai primi del 1969 ad una ripresa economica che ha acquistato slancio in primavera ed estate con una forte espansione dei consumi pubblici e privati.

La politica creditizia ha inteso favorire, facilitando le emissioni obbligazionarie, uno sviluppo fondato su programmi d'investimento su vasta scala. Per contro, essa ha cercato di limitare l'aumento dei prestiti delle banche commerciali e delle casse di risparmio a cor.norv. 1.800 milioni nel 1969, e cioè quasi allo stesso importo del 1968. Nel primo semestre i crediti erogati dalle banche commerciali sono però aumentati rapidamente ed è parso che i limiti quantitativi raccomandati fossero stati ampiamente superati. Il rapporto obbligatorio di liquidità per dette banche è stato pertanto elevato dal 9 all'11% in due fasi successive tra giugno e luglio.

Alla fine di settembre il saggio di sconto della Banca nazionale, dopo esser rimasto invariato per quattordici anni, è passato dal 3,5 al 4,5%. La misura, in parte dettata dall'aumento dei saggi esteri, ha anche tenuto conto dell'esigenza di mutare i tassi legati al saggio di sconto, ivi inclusi quelli sui depositi bancari e sui prestiti della banca di stato nonché quelli corrisposti sulla massima parte dei contratti di finanziamento in essere. Inoltre, detta misura è stata adottata

contemporaneamente all'aumento di un punto dei saggi delle obbligazioni di nuova emissione. Sembrando rendersi necessario un sostanziale ampliamento della capacità di assorbimento del mercato dei titoli a reddito fisso, specialmente in considerazione del crescente fabbisogno finanziario delle banche statali e di un temporaneo aumento del deficit di bilancio del governo, le banche commerciali e le casse di risparmio sono state invitate ad investire in obbligazioni il 33 % dell'incremento, da ottobre in poi, delle loro risorse globali, ed un analogo coefficiente d'investimento, pari al 40 %, è stato applicato agli istituti assicurativi e previdenziali con effetto dal gennaio 1970. Inoltre, i coefficienti obbligatori di liquidità delle banche commerciali sono stati ulteriormente elevati; quelli delle maggiori banche sono stati portati al 12 % per il mese di dicembre ed al 13 % a partire dal gennaio 1970.

L'aumento dei prestiti erogati dalle banche commerciali e dalle casse di risparmio è salito nel 1969 a cor.norv. 3.000 milioni, pari al 13 %, considerevolmente al di sopra del limite annuo prestabilito e dell'incremento del 9 % registrato nel 1968. Le banche hanno anche dilatato i loro portafogli di obbligazioni, principalmente per far fronte ai più elevati obblighi di riserva. Ciò è stato possibile, nonostante la rallentata espansione dei depositi, grazie soprattutto all'aumento delle loro passività sull'estero e dell'indebitamento con la banca centrale.

Nel gennaio 1970 l'imposta sugli scambi è stata sostituita con un'imposta del 20 % sul valore aggiunto dei consumi e con un tributo del 13 % gravante sui beni d'investimento. Concomitanti misure fiscali, quali soprattutto gli sgravi tributari concernenti il reddito e gli assegni sociali, hanno inteso bilanciare l'onere dei prezzi più elevati, mentre dal settembre 1969 al gennaio 1970 sono stati imposti controlli sui prezzi al fine di prevenirne eventuali aumenti prematuri od eccessivi. Il bilancio governativo per il 1970 ha peraltro previsto un fabbisogno netto globale di cor.norv. 3,2 miliardi contro cor.norv. 1,7 miliardi nel 1969, aumento questo da ascrivere principalmente ai mutamenti intervenuti all'inizio del 1970 nei tempi di esazione dei tributi.

In tale congiuntura, con l'economia ancora in fase espansiva, le restrizioni creditizie sono state inasprite da ulteriori temporanee misure dirette a ridurre la liquidità. Tra febbraio ed aprile, le banche sono state invitate ad osservare un coefficiente minimo di liquidità primaria mentre, per le principali banche commerciali, il previsto coefficiente di liquidità globale, ivi inclusi gli averi di obbligazioni governative, è stato temporaneamente elevato dal 13 al 15 %. La politica creditizia mira a contenere l'espansione dei crediti delle banche commerciali e delle casse di risparmio per l'intero 1970 in cor.norv. 2.050 milioni, pari all'8 % circa.

Finlandia. La ripresa economica, iniziata nel tardo 1968 con le esportazioni, ha acquistato slancio lo scorso anno grazie al rafforzamento della domanda interna, in particolare di quella per investimenti fissi privati. La politica economica è stata ancora condizionata dal programma di stabilizzazione varato nel marzo 1968 a sostegno della svalutazione del 1967. E' continuato il blocco della maggior parte dei prezzi e degli affitti, gli aumenti salariali sono stati contenuti

entro l'incremento della produttività sino alla fine dell'anno ed i congegni di scala mobile sono stati generalmente aboliti. Gli obiettivi di politica fiscale sono consistiti nel limitare la spesa, nell'evitare l'aumento dei tributi e nel ridurre l'emissione di prestiti governativi interni. Per quanto riguarda la politica monetaria, si è stabilito che i saggi dei crediti bancari non dovessero aumentare nel corso dell'anno e, ai primi dell'anno medesimo, le autorità hanno soprattutto cercato di moderare l'espansione di liquidità derivante dall'avanzo dei conti con l'estero.

Le esportazioni si sono ulteriormente sviluppate e, riflettendo in parte una precedente liberalizzazione delle condizioni di pagamento degli acquisti rateali, i consumi sono aumentati più rapidamente. Per quanto i controlli sui prezzi di alcuni beni fossero stati attenuati, i salari sono cresciuti solo moderatamente ed hanno quindi favorito il mantenimento di prezzi sufficientemente stabili. Le importazioni sono peraltro aumentate rapidamente e, in autunno, la pressione sulle risorse ha cominciato a farsi minacciosa. E' allora sembrato che le misure da adottare consistessero in un controllo dell'accelerata espansione del credito al settore privato. In settembre, la Banca di Finlandia ha concluso un accordo in forza del quale ogni istituto di credito si impegna a limitare l'aumento dei propri prestiti al 90% dell'incremento dei depositi passivi. Inoltre, le quote di sconto delle banche presso la Banca di Finlandia sono state ridotte all'85% del loro precedente livello a partire da ottobre, ed al 75% a far tempo dal gennaio 1970.

In connessione con il surriscaldamento dell'economia, il credito bancario al settore privato si è sviluppato nel 1969 del 14,5% contro solamente il 6,5% nel 1968. L'aumento è stato leggermente più rapido di quello della moneta e della quasi moneta, accresciutesi del 13% nel 1969 rispetto al 12,5% nel 1968. D'altro canto, è migliorata la posizione del governo nei confronti delle banche, le quali hanno pure utilizzato le proprie riserve di liquidità; il che ha loro consentito non solo di concedere più credito al settore privato ma anche di ridurre le proprie passività nette verso l'estero. A fine 1969 l'indebitamento netto delle banche con la banca centrale era leggermente meno elevato che all'inizio dell'anno.

In settembre, le disposizioni sancite dall'accordo di stabilizzazione, riguardanti fra l'altro i controlli sui prezzi e il contenimento dei salari, sono state prorogate sino al termine del 1970. In linea con tali disposizioni, il bilancio del governo per il 1970 non ha proposto variazioni del carico fiscale ma ha previsto ancora il contenimento della spesa. Per rendere più efficaci le restrizioni fiscali, il governo ha deciso verso la fine del 1969 di costituire una riserva attraverso la quale i fondi di bilancio potessero essere versati in un conto bloccato presso la Banca di Finlandia durante le fasi di surriscaldamento congiunturale, per essere poi scongelati durante i periodi di recessione. E' stato proposto che i versamenti avessero inizio nel primo trimestre del 1970. Inoltre, il governo ha concluso accordi in base ai quali gruppi industriali si sono impegnati ad accantonare progressivamente circa MF 400 milioni durante il 1970 ed agli inizi del 1971. La maggior parte di questi accantonamenti sarà versata in depositi anticiclici presso la Banca di Finlandia per essere prelevata a discrezione del governo o, al più tardi, in tre fasi tra il 1972

ed il 1974. A partire dall'aprile 1970 le quote di sconto delle banche commerciali sono state ridotte al 65 % del livello di settembre 1969. In considerazione però del più efficace controllo della spesa reso possibile dalle misure anticicliche di politica economica, è stato rimosso il limite del 90 % in precedenza posto all'espansione del credito bancario.

Spagna. Il rallentamento dell'attività economica dopo la svalutazione del 1967 è stato seguito da una ripresa nel 1968 e da un vero e proprio "boom" nel 1969. L'aumento del prodotto nazionale lordo, pari all'8 % in termini reali, è stato almeno doppio di quello del 1968. Gli investimenti hanno manifestato un rapido sviluppo ed i consumi privati li hanno seguiti da vicino, concorrendo alla formazione di un disavanzo della bilancia delle partite correnti considerevolmente più ampio di quello dell'anno precedente. Poichè i salari ed i prezzi sono rimasti ancora soggetti al controllo governativo, l'indice del costo della vita è aumentato solamente del 3,5 % pur essendo salito più rapidamente verso la fine dell'anno.

Sino all'estate la domanda di credito si è mantenuta assai vivace, mentre gli alti saggi d'interesse correnti all'estero favorivano l'esodo di capitali a breve dalla Spagna, soprattutto a mezzo di opportune variazioni dei termini di pagamento. In luglio si è perciò provveduto ad unificare nel più elevato livello del 5,5 % il saggio ufficiale, prima applicato nelle diverse misure del 5,1 e del 4,5 % sul sconto, rispettivamente, della carta finanziaria e commerciale. Misura questa che si è accompagnata ad un generale riallineamento dei saggi di interesse, grazie al quale i tassi attivi e passivi, eccettuati quelli dei depositi a vista, sono stati ancorati al saggio ufficiale di sconto.

I finanziamenti delle istituzioni creditizie al settore privato (compresi gli acquisti di valori industriali), dopo aver registrato nel 1968 il forte aumento del 21,3 %, si sono ulteriormente accelerati, toccando nel settembre 1969 il 24,1 % di incremento rispetto ad un anno prima. A questo punto il credito bancario è stato assoggettato ad un limite massimo che ha contribuito a contenere nel 21,6 % l'espansione per l'intero anno dei prestiti erogati al settore privato. Inoltre, grazie al miglioramento del bilancio governativo, i crediti concessi dalle istituzioni creditizie al settore pubblico sono saliti solamente del 7,6 %, contro il 20,3 % nel 1968. Sino alla tarda estate la moneta e la quasi moneta si sono sviluppate al saggio annuo del 20 % circa. A causa peraltro del deterioramento dei conti con l'estero, concorrendo la restrizione creditizia in atto da settembre, l'espansione della moneta e quasi moneta per l'intero 1969 è stata pari al 18,8 %, e quindi uguale a quella dell'anno precedente. Durante l'anno le attività liquide delle banche private sono cadute dal 10,3 al 7,4 % del volume globale dei depositi, ed i loro margini di sconto non utilizzati si sono considerevolmente ristretti.

Verso la fine del 1969, dopo che l'aumento delle importazioni aveva determinato una forte flessione delle riserve valutarie, il governo ha imposto la costituzione di depositi semestrali infruttiferi pari al 20 % del valore di ogni importazione. Inoltre, al fine di piegare i consumi privati, sono state inasprite le condizioni di pagamento rateale.

Al principio del 1970 la situazione dei pagamenti con l'estero è migliorata e le riserve monetarie sono aumentate. A partire dall'inizio dell'anno i controlli sui salari sono stati attenuati nel senso che solamente i contratti salariali annuali che prevedono aumenti superiori al 6,5% (o all'8%, per i contratti di più lunga durata) debbono ora essere sottoposti a preventiva autorizzazione. Per fronteggiare la pressione sui prezzi il governo ha preannunciato un taglio del 10% delle autorizzazioni di spesa programmate per il 1970. In marzo il saggio di sconto è stato elevato di un punto e portato così al 6,5%.

Portogallo. Durante lo scorso anno la produzione industriale si è sviluppata più rapidamente che nel 1968, ma una flessione della produzione agricola ha fatto sì che l'espansione economica globale restasse contenuta in modeste proporzioni. Le esportazioni hanno registrato un certo aumento e, sebbene gli investimenti pubblici siano stati intensificati, sembra che la principale spinta all'espansione sia stata fornita dai consumi. Le importazioni si sono fortemente accresciute ed i loro maggiori prezzi, insieme ad un più rapido incremento dei salari dell'industria, hanno impresso all'aumento dei prezzi interni un ritmo più accelerato.

Le stime della spesa globale del governo, ordinaria e straordinaria, indicano che essa è aumentata di circa il 10%, più o meno come nel 1968; nel 1969 vi è stato peraltro un considerevole incremento delle spese relative al Piano di sviluppo e agli altri investimenti. Un soddisfacente andamento delle entrate tributarie ha contribuito a migliorare le risultanze globali di bilancio.

I crediti del sistema bancario al settore privato si sono accresciuti del 22% nel 1969, contro il 16% circa del 1968. Anche i crediti concessi dalle altre istituzioni finanziarie sembrano essersi sviluppati ad un ritmo più rapido. Poiché, apparentemente, non si è verificata alcuna generale accelerazione negli investimenti fissi, i nuovi crediti sono stati principalmente utilizzati per finanziare varie necessità a breve e per accumulare riserve di liquidità. La moneta e la quasi moneta sono aumentate di oltre il 17%, contro il 13% circa del 1968. L'incremento delle riserve valutarie ufficiali ha contribuito alla liquidità dell'economia in minor misura che nel 1969: le banche commerciali hanno migliorato le loro posizioni valutarie nette, indebitandosi di più con la banca centrale e riducendo la liquidità disponibile.

Il bilancio statale per il 1970 prevede un aumento del 13% nella spesa globale, rispecchiante una considerevole intensificazione degli investimenti ed anche, a partire da gennaio, maggiorazioni delle retribuzioni dei pubblici dipendenti. Grazie soprattutto ad alcuni miglioramenti fiscali, le entrate totali saliranno tanto da mantenere in attivo il saldo globale del bilancio. In considerazione dei più elevati saggi d'interesse esteri, e nell'intento primario di incoraggiare il risparmio piuttosto che di limitare l'espansione del credito, il saggio di sconto della Banca del Portogallo è stato elevato dal 3 al 3,5% nel mese di aprile 1970.

Jugoslavia. Quando all'inizio del 1969 ci si è resi conto che l'accelerazione dell'attività economica poteva spingersi troppo oltre, la politica monetaria è stata orientata in modo da ridurre il saggio di espansione dell'economia. Nel primo

trimestre i coefficienti minimi di riserva obbligatoria sono stati elevati dal 30 al 32 %, dopo che già nel novembre 1968 erano stati portati dal 25 al 30 %. I crediti speciali erogati dalla Banca nazionale alle altre aziende di credito sono stati diminuiti in misura equivalente, quanto ad efficacia, ad un punto di aumento percentuale delle riserve obbligatorie. Inoltre, le banche hanno dovuto trasferire presso la Banca nazionale i depositi che gli importatori sono obbligati a costituire presso di esse 30 giorni prima dell'effettivo pagamento. Infine, è stato introdotto un anticipo minimo in contanti del 20 % sugli acquisti di beni di consumo. Questi provvedimenti hanno in genere mirato ad assorbire la liquidità bancaria in eccesso, ma sono anche stati intesi a preconstituire presso la Banca nazionale le opportune disponibilità per la concessione alle altre banche di crediti selettivi addizionali destinati alla promozione delle esportazioni e all'agricoltura.

L'efficacia di queste misure è stata tale che i coefficienti minimi di riserva sono stati riportati in agosto al 30 %. Per l'intero anno l'offerta di moneta si è sviluppata al saggio già preventivato del 12 %, contro il 24 % del 1968. L'espansione dei crediti a breve è stata leggermente superiore al 16 % programmato e si è accompagnata con il drenaggio di fondi derivante dal più ampio deficit della bilancia dei pagamenti. Il ritmo di sviluppo della quasi moneta e degli altri saldi liquidi si è ulteriormente accelerato nel 1969, sicchè il volume globale delle risorse liquide, ivi inclusa l'offerta di moneta, è salito del 17 %, in confronto del 19 % nel 1968.

La decelerazione dell'espansione dei mezzi monetari ha influenzato negativamente la liquidità delle imprese, determinando difficoltà nei pagamenti reciproci e restrizioni nelle spese per investimenti. Ciò ha contribuito ad un rallentamento dello sviluppo economico nell'ultimo trimestre, anche se non se ne sono molto avvertiti gli effetti sul contenimento dei prezzi e delle importazioni.

III. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Nel 1969, il valore in dollari del commercio mondiale ha registrato un più rapido aumento. Le esportazioni mondiali sono cresciute di \$30 miliardi, ossia del 14% - il massimo saggio d'incremento annuale dal 1951 - in confronto di un'espansione di \$22 miliardi, ossia dell'11,5%, nel 1968. Ma, tenuto conto dei prezzi più elevati, l'aumento del volume delle esportazioni è effettivamente sceso dal 13,5 al 10%. Contemporaneamente, nei paesi industriali il progresso economico reale è passato dal 6 al 5%.

Commercio mondiale.

Aree	Esportazioni			Importazioni			Aumenti nel valore di	
	1967	1968	1969	1967	1968	1969	espor- tazioni	impor- tazioni
	miliardi di dollari SU						percentuali	
Aree sviluppate								
Europa occidentale								
Paesi CEE	55,1	64,2	75,8	55,1	62,1	75,7	18,0	22,0
Paesi EFTA	29,2	31,5	36,3	35,8	38,1	41,9	15,0	10,0
Altri paesi	6,1	6,4	7,5	10,1	10,5	12,4	17,5	18,0
Totale	91,4	102,1	119,6	101,0	110,7	130,0	17,0	17,5
Stati Uniti	31,6	34,6	38,0	28,7	35,5	38,5	9,5	8,5
Canada	11,1	13,2	14,4	11,0	12,5	14,4	9,5	15,0
Giappone	10,5	13,0	16,1	11,7	13,0	15,0	23,5	15,5
Altre aree ¹	6,4	6,7	7,6	7,8	8,1	8,9	14,0	8,5
Totale	151,0	169,6	195,7	160,2	179,8	206,8	15,5	15,0
Aree in via di sviluppo								
America latina	11,0	11,6	12,5	10,3	11,2	12,1	8,0	8,0
Altre aree	28,6	31,7	34,8	31,4	33,8	35,5	9,5	5,0
Totale	39,6	43,3	47,3	41,7	45,0	47,6	9,0	6,0
Totale complessivo²	190,6	212,9	243,0	201,8	224,8	254,4	14,0	13,0

¹ Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa. ² 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.

Nonostante l'incremento dei prezzi all'esportazione, l'espansione, che si è verificata nel valore in dollari degli scambi internazionali nel 1969, sarebbe stata alquanto minore di quanto in realtà è stata, se il rallentamento del saggio di sviluppo economico dei paesi industriali non avesse avuto luogo soprattutto negli Stati Uniti, dove la propensione a importare è bassa. Così, nonostante una riduzione dal 23,5 all'8,5% nell'espansione delle importazioni americane dal 1968 al 1969, l'aumento nelle esportazioni del resto del mondo è passato dal 12 al 15%. Il principale stimolo è derivato dai paesi continentali dell'Europa occidentale e

soprattutto dai paesi del Mercato comune, le cui importazioni sono cresciute dal 12,5 al 22%. Le merci importate dai paesi in via di sviluppo, d'altra parte, sono aumentate alquanto meno che nel 1968.

**Principali paesi industriali:
Aumento delle esportazioni verso differenti aree**
(basato su valori in dollari).

Aree	Anni	Esportazioni verso						Totale
		Europa occidentale		America del Nord	Giappone	Altri paesi sviluppati*	Paesi in via di sviluppo	
		Paesi CEE	Paesi EFTA					
in percentuali rispetto all'anno precedente								
Paesi CEE . . .	1967	5,5	4,5	7,5	42,0	12,5	6,5	6,5
	1968	18,0	7,5	28,5	9,0	5,0	12,0	14,5
	1969	26,0	13,5	4,5	16,0	13,5	12,0	18,0
Paesi EFTA . . .	1967	— 1,5	10,5	— 1,5	28,5	2,0	— 1,5	2,0
	1968	10,0	6,0	18,0	3,0	2,0	10,5	8,5
	1969	18,5	15,0	4,0	29,5	15,5	16,0	15,0
America del Nord	1967	3,0	7,5	12,0	18,0	— 2,5	1,0	5,5
	1968	8,0	10,5	19,0	9,0	3,0	9,0	11,5
	1969	14,5	4,0	14,0	16,0	6,0	4,5	9,5
Giappone	1967	— 9,0	38,0	1,5	—	1,5	10,5	7,0
	1968	25,5	4,5	35,0	—	15,5	22,0	24,0
	1969	41,0	— 5,0	23,0	—	37,0	22,0	23,5

* Compresi i paesi a economia pianificata.

Passando all'analisi per paesi e aree, per quanto riguarda l'incremento delle esportazioni mondiali nel 1969, si constata che il Giappone è in testa con un saggio d'espansione del 23,5%. Le vendite di questo paese agli Stati Uniti sono cresciute meno che nel 1968, cioè del 21,5% contro il 35,5%, ma le sue esportazioni verso i paesi CEE sono cresciute più rapidamente, del 41% invece che del 25,5%. Dopo il Giappone, i paesi CEE hanno ottenuto il risultato più brillante, con un'espansione del 18%. Gran parte di esso è da ascrivere agli scambi inter-area, il cui progresso si è accelerato dal 18 al 26%; ma, in aggiunta, i paesi CEE hanno praticamente raddoppiato il volume delle loro esportazioni verso il gruppo dei paesi EFTA. D'altra parte, le esportazioni dei paesi CEE verso l'America del Nord sono cresciute soltanto del 4,5% contro il 28,5% dell'anno prima. Le esportazioni dei paesi EFTA hanno seguito un andamento quasi simile a quello dei paesi CEE, ma il loro saggio d'incremento globale, del 15%, è stato alquanto inferiore.

Negli Stati Uniti, invece, nonostante il rallentamento dell'attività economica interna e l'intensificazione delle condizioni di "boom" in alcuni paesi europei, il saggio di espansione delle esportazioni non ha fatto altro che mantenersi stazionario, in termini di dollari correnti, al 9,5%. In volume, il saggio d'incremento è effettivamente sceso al 5% e la riduzione dell'aliquota con cui gli Stati Uniti partecipano alle esportazioni dei paesi industriali si è andata accelerando. Le esportazioni degli Stati Uniti verso i paesi CEE e il Giappone hanno quasi raddoppiato il loro saggio d'espansione dal 1968 al 1969, ma il progresso delle vendite verso i paesi EFTA e i paesi in via di sviluppo è sensibilmente rallentato. Anche questi ultimi non hanno partecipato all'accelerazione del commercio mon-

diale. Il saggio di espansione dei loro scambi internazionali è rimasto, in termini di dollari, al 9%, ma, in termini di volume, è sceso dal 9 al 6%.

Il miglioramento di 5 punti nell'indice del valore unitario riguardante le esportazioni, il quale è passato da una flessione di 1,5 ad un aumento di 3,5 punti dal 1968 al 1969, può essere attribuito a diversi fattori. In primo luogo, nel 1968 si è fatto sentire l'effetto della svalutazione della sterlina e di altre valute, avvenuta nel novembre 1967. In conseguenza, i prezzi all'esportazione, espressi in dollari, dei paesi interessati hanno manifestato la tendenza a ridursi, e le pressioni derivanti dalla concorrenza si sono ripercosse su altri paesi. Nel 1969, l'imposta di confine sulle esportazioni tedesche e la successiva rivalutazione del marco tedesco hanno avuto il risultato opposto, che è stato compensato soltanto in parte dalla svalutazione del franco francese. Secondariamente, i prezzi delle materie prime sono sensibilmente aumentati. Dal terzo trimestre del 1968 all'ultimo trimestre del 1969, l'indice dei prezzi all'esportazione per i prodotti primari è cresciuto del 6% e quello per i metalli non ferrosi del 28%. In terzo luogo, può darsi che in alcuni paesi i maggiori incrementi salariali non abbiano consentito alle aziende di mantenere, nella stessa misura di prima, i prezzi all'esportazione indenni dagli sviluppi dei costi unitari.

Ove si esamini l'andamento dei prezzi all'esportazione nei tre paesi principali, nei quali, dal 1967, si sono verificati mutamenti nei cambi, si può osservare che nel quarto trimestre del 1969 i prezzi francesi erano all'incirca uguali, in termini di dollari, a quelli dell'anno precedente. I prezzi all'esportazione della Germania erano cresciuti del 9% e quelli del Regno Unito stavano superando il livello che avevano raggiunto al momento della svalutazione.

Bilance dei pagamenti.

Nonostante i cospicui spostamenti verificatisi nelle singole posizioni, nel 1969 l'avanzo dell'insieme delle bilance correnti delle principali aree industriali ha presentato scarse variazioni. In Europa, la flessione nell'eccedenza del Mercato comune, da \$4,1 a 2,3 miliardi, è stata praticamente compensata da uno spostamento nella posizione dei paesi EFTA, che sono passati da un deficit di \$0,3 miliardi ad un avanzo di \$1,2 miliardi. La bilancia corrente del Giappone, dopo il miglioramento spettacolare registrato nel 1968, si è consolidata per un altro importo di \$1,1 miliardi, mentre l'avanzo degli Stati Uniti e del Canada presi insieme è diminuito da \$1,2 a 0,2 miliardi ed è stato inferiore di \$7 miliardi alla punta toccata nel 1964. L'America del Nord ha quindi cessato di svolgere la sua precedente funzione di principale esportatore di risorse reali - ruolo nel quale si sono in ampia misura sostituiti l'Europa e il Giappone.

Dopo aver dedotto l'aumento di \$0,2 miliardi conseguito nelle riserve auree ufficiali, nel 1969 i trasferimenti di beni e servizi dai principali paesi industriali verso il resto del mondo sono ammontati a \$5,7 miliardi. Di questo importo, \$2,3 miliardi rappresentano il deficit complessivo delle bilance correnti di altri paesi sviluppati dell'Europa occidentale e \$3,4 miliardi quello del resto del mondo - soprattutto delle aree in via di sviluppo. Nel 1964, quando le principali aree

Principali aree industriali: Bilance dei pagamenti.

Voci	Anni	Stati Uniti*	Canada	Giappone	Paesi EFTA	Paesi CEE	Totale
		miliardi di dollari SU					
Saldo commerciale	1967	+ 3,9	+ 0,6	+ 1,2	- 4,4	+ 4,6	+ 5,9
	1968	+ 0,6	+ 1,4	+ 2,6	- 4,1	+ 5,3	+ 5,8
	1969	+ 0,7	+ 0,9	+ 3,8	- 3,2	+ 3,9	+ 6,0
Servizi	1967	+ 0,1	- 1,1	- 1,4	+ 3,4	- 0,1	+ 0,9
	1968	+ 0,7	- 1,5	- 1,5	+ 3,8	- 1,2	+ 0,3
	1969	+ 0,2	- 1,6	- 1,6	+ 4,4	- 1,5	- 0,1
Bilancia corrente	1967	+ 4,0	- 0,5	- 0,2	- 1,0	+ 4,5	+ 6,8
	1968	+ 1,3	- 0,1	+ 1,1	- 0,3	+ 4,1	+ 6,1
	1969	+ 0,9	- 0,7	+ 2,2	+ 1,2	+ 2,3	+ 5,9
Movimenti netti di capitali .	1967	- 8,1	+ 0,8	- 0,4	+ 0,9	- 2,6	- 9,4
	1968	- 3,3	+ 0,5	-	+ 0,5	- 5,9	- 8,2
	1969	- 6,3	+ 1,2	+ 0,1	+ 0,1	- 9,0	- 13,9
Saldo complessivo	1967	- 4,1	+ 0,3	- 0,6	- 0,1	+ 1,9	- 2,6
	1968	- 2,0	+ 0,4	+ 1,1	+ 0,2	- 1,6	- 2,1
	1969	- 5,4	+ 0,5	+ 2,3	+ 1,3	- 6,7	- 8,0
<i>di cui:</i>							
<i>Variazioni nella posizione netta delle riserve ufficiali</i>	1967	- 3,4	-	- 0,1	- 1,1	+ 1,4	- 3,2
	1968	+ 1,7	+ 0,7	+ 0,9	- 1,7	- 2,6	- 1,6
	1969	+ 2,6	-	+ 0,8	+ 0,9	- 4,4	- 0,1
<i>Variazioni nella posizione netta a breve delle banche sull'estero . . .</i>	1967	- 0,7	+ 0,3	- 0,5	+ 1,0	+ 0,5	+ 0,6
	1968	- 3,7	+ 0,3	+ 0,2	+ 1,9	+ 0,8	- 0,5
	1969	- 8,0	+ 0,5	+ 1,5	+ 0,4	- 2,3	- 7,9

* Per ragioni di uniformità, la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è qui riportata, in contrasto con la bilancia calcolata in base alla liquidità, con le variazioni nelle passività non liquide verso organi ufficiali esteri e nelle attività a breve delle banche sull'estero, considerate come movimenti monetari.

industriali registrarono la stessa eccedenza nella bilancia corrente globale che nel 1969, il disavanzo delle partite correnti di altre aree sviluppate ammontò a \$1,5 miliardi e le riserve auree ufficiali aumentarono di \$0,6 miliardi. In quell'anno, perciò, l'avanzo corrente dei principali paesi industriali rispetto al resto del mondo fu di \$3,8 miliardi. In altre parole, nonostante che dal 1964 i loro redditi reali e i prezzi abbiano continuato ad espandersi, il valore, in termini di dollari correnti, dei trasferimenti di risorse reali da parte dei principali paesi industriali ad altri paesi si è ridotto.

Se, lo scorso anno, le partite correnti globali hanno presentato variazioni di scarsa entità, il totale dichiarato di capitali netti usciti, che in questa sede esclude i mutamenti verificatisi nelle posizioni nette a breve sull'estero delle banche commerciali, si è sensibilmente accresciuto, da \$8,2 a 13,9 miliardi. Contemporaneamente, le passività nette globali sull'estero dei sistemi bancari delle principali aree industriali hanno subito un incremento di \$7,9 miliardi. In entrambi questi sviluppi hanno avuto grande peso i flussi di eurodollari. Così, una parte considerevole dei capitali usciti dagli Stati Uniti ha rispecchiato il movimento di fondi non bancari verso il mercato dell'eurodollaro, mentre l'aumento nelle passività nette a breve sull'estero delle banche SU è consistito quasi per intero in crediti ricevuti dal mercato dell'eurodollaro. Anche parte del deflusso,

per \$9 miliardi, dai paesi CEE è probabilmente passata attraverso il mercato dell'eurodollaro; di questo importo, \$2,3 miliardi sono stati compensati da fondi rimpatriati o ricevuti in prestito a breve anch'essi attraverso il mercato dell'eurodollaro, dalle banche situate in questi paesi.

Il cospicuo incremento dei capitali netti dichiarati, che sono usciti dalle principali aree industriali, ha fatto sì che il saldo passivo globale delle loro bilance dei pagamenti sia cresciuto da \$2,1 a 8 miliardi. Questo importo non rappresenta naturalmente il saldo passivo globale nei pagamenti di questi paesi verso il resto del mondo, ma trova la sua contropartita nell'incremento di \$7,9 miliardi nelle passività nette sull'estero dei loro sistemi bancari. Si sono cioè verificate uscite di capitali su vasta scala da questi paesi al mercato dell'eurodollaro, sotto forma di trasferimenti di fondi non bancari. Tali fondi sono stati infine presi a prestito da banche, in questo caso banche situate negli Stati Uniti, di modo che la controparte del deflusso di capitali non rappresenta un afflusso di capitali, ma una partita di finanziamento.

Sulla base della variazione nelle attività nette ufficiali verso l'estero, nel 1969 i principali paesi industriali sono stati praticamente in equilibrio contro un disavanzo di \$1,6 miliardi nell'anno precedente.

* * *

Stati Uniti. Il 1969 è stato un anno estremamente inconsueto per la bilancia dei pagamenti di questo paese. Calcolato sulla base della liquidità, è stato registrato un cospicuo mutamento, in senso sfavorevole, nella tendenza: da un saldo attivo di \$0,2 miliardi ad un saldo passivo di \$7,1 miliardi, mentre sulla base delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali, il saldo attivo è passato da \$1,6 a 2,7 miliardi. Nessuno di questi due indicatori offre un quadro reale della situazione di fondo dei pagamenti esterni nel 1969. L'avanzo conseguito nelle transazioni inerenti alle riserve ufficiali esagera, come viene spiegato a pagina 129, il miglioramento effettivo verificatosi nella posizione netta delle riserve e la variazione, di \$7,3 miliardi, registrata sulla base della liquidità rispetto al 1968, induce ancora maggiormente in errore. Una parte notevole della variazione è dovuta a due fattori, nessuno dei quali può essere considerato un effettivo deterioramento della bilancia dei pagamenti. Il primo è costituito dall'abolizione della prassi precedentemente in vigore di gonfiare artificialmente la bilancia calcolata sulla base della liquidità, con l'incoraggiare i detentori ufficiali esteri di dollari a trasferire le attività dalla forma liquida a quella non liquida. E il secondo è dato dal notevole flusso circolare di fondi che, come è noto, si è verificato dagli Stati Uniti verso il mercato dell'eurodollaro, per poi ritornare negli Stati Uniti attraverso le filiali estere delle banche americane. Ove si escludano questi due fattori speciali, il peggioramento della bilancia dei pagamenti è stato assai inferiore a quanto è indicato dalla variazione nella bilancia calcolata sulla base della liquidità.

L'avanzo del conto beni e servizi si è ridotto ulteriormente di \$0,4 miliardi, raggiungendo il livello di \$0,9 miliardi, il più basso dal 1959. Questo deteriora-

mento si è verificato per intero nel conto servizi, nel quale, in seguito al sensibile incremento dei saggi d'interesse americani e all'intensificato ricorso da parte delle banche americane al mercato dell'eurodollaro, i pagamenti per interessi a non residenti è cresciuto di \$1,5 miliardi, salendo a \$4,4 miliardi. L'effetto di questo andamento è stato che l'eccedenza netta in conto interessi e dividendi, nonostante un aumento degli introiti percepiti sugli investimenti americani all'estero, è lievemente diminuita per la prima volta dal 1952. Le spese militari nette sono cresciute di \$0,3 miliardi e le spese nette per il turismo di \$0,1 miliardo. Nel 1969, le spese per viaggi all'estero, dopo un periodo di relativa stabilità, sono aumentate di \$0,4 miliardi, ossia del 12%; ma la maggior parte di questo importo è stato compensato da un incremento nelle spese per viaggi negli Stati Uniti effettuati da non residenti.

L'avanzo commerciale (escluse le partite di natura militare) è aumentato soltanto in misura modesta da \$0,6 a 0,7 miliardi, forse in seguito agli scioperi dei portuali proclamati all'inizio del 1969. Dato il rallentamento generale dell'attività economica, esso ha tuttavia manifestato una netta tendenza a migliorare durante il corso dell'anno, toccando nel quarto trimestre l'importo, su base annuale, di circa \$1,8 miliardi; nel primo trimestre del 1970 esso è salito a \$2,1 miliardi.

Le esportazioni non militari (sulla base dei dati dell'Ufficio di Censimento) sono cresciute di \$3,25 miliardi, ossia di circa il 9,5%, cioè praticamente con lo stesso saggio del 1968. In termini di volume, le esportazioni si sono ridotte di alquanto, dato che l'aumento nell'indice del valore unitario è più che raddoppiato, avendo raggiunto il 3,5%. Nel caso dei manufatti finiti, l'indice è salito di circa il 5%. Le vendite dei prodotti non agricoli sono cresciute di \$3,6 miliardi, ossia del 13%. I settori in cui l'espansione è stata più veloce sono quelli dei metalli e dei prodotti tecnologicamente progrediti. Le esportazioni di prodotti metallurgici e di rottami hanno tratto vantaggio tanto dalle condizioni di "boom" dell'acciaio nell'Europa occidentale, quanto dagli scioperi canadesi e, dopo parecchi anni di una situazione prossima al ristagno, esse hanno compiuto un balzo di \$0,5 miliardi, raggiungendo il livello di \$1,2 miliardi. Le vendite di calcolatori elettronici e relativi pezzi di ricambio hanno conseguito un incremento di \$0,3 miliardi, toccando l'importo di \$0,7 miliardi. D'altra parte, le esportazioni di prodotti chimici sono cresciute soltanto del 3% e le spedizioni di aerei civili hanno subito una flessione di \$160 milioni, in seguito all'imminente entrata in servizio degli aviogetti "jumbo". Anche le spedizioni di prodotti agricoli si sono ridotte, e precisamente di \$0,3 miliardi, scendendo a \$6 miliardi e sono state inferiori di quasi \$1 miliardo alla punta toccata nel 1966.

L'espansione delle importazioni è rallentata dal 23,5 all'8,5%, soprattutto perchè non si è verificato alcun incremento negli acquisti di forniture e prodotti industriali o di generi alimentari, mangimi e bevande. (Nel 1968, le importazioni di queste categorie di merci erano cresciute di \$3 miliardi, in seguito, in parte, ad acquisti anticipati effettuati in previsione dello sciopero dei portuali.) Il saggio d'incremento delle importazioni di autoveicoli, motori e pezzi di ricambio ha subito un'accelerazione notevole; infatti le vendite hanno registrato

un incremento di \$1,1 miliardi contro \$1,7 miliardi nel 1968. Gli acquisti di altri beni strumentali e di consumo si sono dilatati di oltre \$1,5 miliardi in ciascuno degli ultimi due anni. Il loro progresso rispetto al 1968 è stato del 20%, mostrando forti sintomi di rallentamento nella seconda metà dell'anno.

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1968	Anno	1969 ²				1970 ² 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari							
Merci (f.o.b.)³							
Esportazioni	33.600	36.485	7.490	9.600	9.590	9.930	
Importazioni	32.975	35.795	7.580	9.600	9.240	9.375	
Saldo	+ 625	+ 690	- 100	-	+ 340	+ 455	+ 520
Servizi							
Interessi e dividendi . . .	+ 6.045	+ 5.805	+ 1.545	+ 1.400	+ 1.440	+ 1.420	
Spese militari	- 3.105	- 3.375	- 790	- 875	- 805	- 910	
Turismo	- 1.250	- 1.320	- 315	- 340	- 365	- 295	
Altri servizi	- 960	- 890	- 260	- 180	- 210	- 240	
Totale servizi	+ 730	+ 220	+ 160	+ 5	+ 60	- 25	
Saldo dei beni e servizi	+ 1.355	+ 910	+ 80	+ 5	+ 400	+ 430	
Donazioni e capitali ufficiali del Governo SU .	- 3.955	- 3.865	- 795	- 1.155	- 1.040	- 880	
Capitali privati SU							
Investimenti diretti	- 3.025	- 3.060	- 930	- 1.055	- 1.135	+ 60	
Altri capitali a lungo termine	- 1.080	- 1.400	- 275	- 480	- 430	- 215	
Capitali a breve	- 1.050	- 550	- 155	- 515	+ 290	- 170	
Capitali esteri							
Privati	+ 6.160	+ 4.585	+ 1.675	+ 635	+ 915	+ 1.360	
Ufficiali	+ 2.405	- 715	- 35	- 285	- 575	+ 180	
Totale movimenti dei capitali	+ 3.410	- 1.140	+ 280	- 1.700	- 935	+ 1.215	
Errori e omissioni	- 640	- 2.985	- 1.240	- 1.040	- 1.035	+ 350	
Saldo sulla base della liquidità	+ 170	- 7.060	- 1.675	- 3.890	- 2.610	+ 1.115	- 1.945 ⁴
Aumento delle passività liquide (escluse quelle verso autorità monetarie estere), meno aumento delle passività ufficiali non liquide	+ 1.470	+ 9.770	+ 2.805	+ 5.115	+ 1.685	+ 165	
Saldo sulla base delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali.	+ 1.640	+ 2.710	+ 1.130	+ 1.225	- 925	+ 1.280	- 3.315 ⁴

Nota: Alla metà di maggio sono stati pubblicati i seguenti dati riveduti relativi ai saldi calcolati sulla base della liquidità e delle transazioni ufficiali inerenti alle riserve. Non sono tuttora disponibili le revisioni corrispondenti per le singole componenti.

Saldo sulla base della liquidità	- 7.210	- 1.610	- 3.820	- 2.310	+ 530
Saldo sulla base delle transazioni ufficiali inerenti alle riserve	+ 2.715	+ 1.190	+ 1.300	- 615	+ 840

¹ Sulla base delle transazioni. ² I dati trimestrali sono rettificati per variazioni stagionali. ³ Esclusi spedizioni di natura militare in donazione ed acquisti per importazioni di natura militare. ⁴ Escluse le assegnazioni iniziali di DSP (\$ 865 milioni).

In conto capitali si sono verificate scarse variazioni nel totale dei deflussi di capitali SU, i quali sono ammontati a \$5 miliardi. Gli investimenti diretti all'estero sono rimasti praticamente immutati, rispetto al 1968, a \$3 miliardi, sebbene quelli nell'Europa occidentale, dopo una flessione di \$0,5 miliardi nel 1968, abbiano registrato una ripresa di \$0,25 miliardi. Gli acquisti netti di titoli esteri sono aumentati di \$0,1 miliardi.

I maggiori spostamenti nel movimento di capitali americani sono avvenuti nel settore a breve. I crediti sull'estero dei settori SU non bancari, dopo aver conseguito un incremento di \$1 miliardo nel 1968, si sono ridotti di \$0,3 miliardi. La ragione principale di questo andamento è che, in contrasto con il 1968, le società americane non hanno continuato ad accumulare su vasta scala proventi inutilizzati derivanti da emissioni obbligazionarie estere. D'altra parte, i crediti a breve sull'estero dichiarati dalle banche americane sono cresciuti di \$0,9 miliardi, importo che supera di \$0,8 miliardi quello registrato nel 1968. I crediti sul Canada e sul Giappone sono saliti di \$0,5 miliardi e quelli sull'Europa occidentale di \$0,3 miliardi. Una parte notevole di questi incrementi è probabilmente dovuta al finanziamento di esportazioni. Le attività (a lungo e a breve termine) dichiarate in base al programma di limitazione obbligatoria delle esportazioni di capitali sono cresciute di \$0,15 miliardi, dopo una flessione di \$0,6 miliardi nel 1968.

L'afflusso di capitali esteri negli Stati Uniti è diminuito, in complesso, di \$4,7 miliardi rispetto al livello eccezionalmente elevato del 1968. Nel settore ufficiale è stata registrata una variazione assai cospicua: da un afflusso di \$2,4 miliardi a un deflusso di \$0,7 miliardi, dovuta soprattutto all'abbandono della prassi di gonfiare la liquidità, già menzionata. Essa ha assunto due forme principali: i depositi a lungo termine e gli averi in certificati di deposito delle istituzioni ufficiali estere sono diminuiti di \$0,8 miliardi, mentre erano aumentati di \$0,5 miliardi nel 1968; e gli averi di queste istituzioni in determinati titoli a medio termine non negoziabili emessi dal governo degli Stati Uniti, che avevano subito un incremento di \$1,5 miliardi nel 1968, lo scorso anno si sono ridotti di \$0,4 miliardi.

Nel settore privato, l'afflusso di capitali esteri non liquidi, sebbene notevole, se considerato sul metro di quello passato, ha subito una flessione di \$1,6 miliardi rispetto al 1968. Gli acquisti esteri di titoli SU (escluse le emissioni del Tesoro) si sono contratti di \$1,3 miliardi, le emissioni di obbligazioni americane all'estero sono scese da \$2,1 a 1 miliardo e gli acquisti da parte di non residenti di azioni americane sono passate da \$2,1 a 1,5 miliardi. Purtuttavia, al livello di \$3 miliardi, il totale netto degli acquisti esteri di titoli americani ha rappresentato quasi dieci volte la media annuale per il periodo 1960-1967. In aggiunta, il credito che il settore americano non bancario ha ricevuto dall'estero è stato di \$0,8 miliardi inferiore a quello del 1968, senza dubbio a causa delle condizioni di tensione sui mercati monetari in Europa. D'altra parte, gli investimenti diretti esteri negli Stati Uniti sono balzati da \$0,3 a 0,75 miliardi. Prima del 1967 non avevano mai, in nessun anno, superato \$0,25 miliardi.

Considerando il conto capitali nel suo complesso, dal 1968 al 1969 l'afflusso netto di \$3,4 miliardi è stato sostituito da un'uscita netta di \$1,1 miliardi. La partita negativa errori e omissioni è inoltre passata da \$0,6 a 3 miliardi. Anche questa variazione può essere considerata essenzialmente come facente parte del conto capitali, in quanto a determinarla devono essere stati trasferimenti non registrati di fondi americani al mercato dell'eurodollaro.

Canada. Nel 1969, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è ulteriormente aumentato da \$0,4 a 0,5 miliardi. Nelle partite correnti, nonostante il rallentamento dell'attività economica, il disavanzo si è ampliato di \$0,6 miliardi. Questo importo è stato però praticamente compensato da un incremento di \$0,5 miliardi nell'afflusso netto di capitali a lungo termine, sicchè l'eccedenza della bilancia di base, che è ammontata a \$1,3 miliardi, è stata di poco inferiore a quella del 1968. L'uscita di capitali a breve si è ridotta di \$0,2 miliardi.

Quasi quattro quinti del deterioramento registrato nelle partite correnti sono dovuti al conto merci. Ciò non di meno, l'avanzo commerciale di \$0,9 miliardi è stato il secondo per entità conseguito dopo la guerra. Le esportazioni sono cresciute del 10% contro il 19% nel 1968 e le importazioni del 15% contro il 13%. Parte dell'espansione nelle esportazioni ed importazioni ha rispecchiato incrementi di prezzo — del 4,5% per i valori unitari delle esportazioni e del 3,5% per quelli delle importazioni. Tuttavia, ove si escludano le vendite di autoveicoli e dei relativi pezzi di ricambio agli Stati Uniti, le esportazioni sono salite soltanto del 4,5% in valore, mentre, in volume, sono rimaste praticamente invariate. Durante gli ultimi tre trimestri dell'anno, gli scioperi hanno ridotto le esportazioni di minerale di ferro, acciaio, nichelio e le spedizioni di merci dai porti della Columbia britannica. In parte per queste cause, e, in parte, per il rallentamento dell'attività economica americana, l'espansione delle esportazioni (escluso il settore degli autoveicoli) verso gli Stati Uniti ha subito una flessione dal 17 all'8%. Quelle verso altri paesi si sono invece ridotte di pochissimo. Oltre agli effetti degli scioperi canadesi, si è verificata una sensibile diminuzione, da \$0,7 a 0,5 miliardi, nelle spedizioni di grano, soprattutto verso l'Unione sovietica e la Cina. Le importazioni, escluse quelle di autoveicoli e relativi pezzi di ricambio dagli Stati Uniti, hanno registrato un incremento del 14%, ossia sono aumentate con una rapidità che è stata due volte quella del 1968. Gli acquisti di beni strumentali sono aumentati del 19% e nella maggior parte delle altre categorie di merci sono pure stati conseguiti sensibili incrementi. Lo sciopero dei lavoratori delle acciaierie canadesi, nonché i tagli tariffari adottati dai negoziati Kennedy, hanno contribuito all'elevato saggio di espansione delle importazioni. Esso si è ridotto nel primo trimestre del 1970, in quanto le importazioni hanno superato soltanto del 2% quelle del periodo corrispondente del 1969. Poichè le esportazioni stavano crescendo con il ritmo del 13,5%, l'avanzo commerciale, sulla base delle statistiche doganali, è passato da \$0,2 a 0,6 miliardi.

Per il resto, il deterioramento delle partite correnti, registrato nel 1969, è da imputare ad un incremento di \$0,2 miliardi nelle spese nette per i viaggi all'estero. Le altre voci dei servizi hanno presentato modesti miglioramenti, sicchè complessivamente il disavanzo delle partite invisibili è aumentato di \$0,1 miliardo.

Canada: Bilancia dei pagamenti¹.

Voci	1968	1969 ²				
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari SU						
Merci (f.o.b.)						
Esportazioni ³	12.635	13.070	3.455	3.365	3.400	3.640
Importazioni	11.250	12.965	3.220	3.165	3.220	3.360
Saldo	+ 1.385	+ 905	+ 245	+ 200	+ 180	+ 280
Servizi	- 1.440	- 1.570	- 375	- 390	- 420	- 385
Saldo delle partite correnti	- 55	- 665	- 130	- 190	- 240	- 105
Conto capitali a lungo termine						
Operazioni su titoli canadesi	+ 1.465	+ 1.620	+ 575	+ 395	+ 470	+ 180
Operazioni su titoli esteri	- 435	+ 85	- 55	- 10	+ 60	+ 90
Investimenti diretti	+ 440	+ 340	+ 70	+ 120	+ 60	+ 90
Altri capitali	-	- 45	- 85	- 60	- 15	+ 115
Totale	+ 1.470	+ 2.000	+ 505	+ 445	+ 575	+ 475
Bilancia di base	+ 1.415	+ 1.335	+ 375	+ 255	+ 335	+ 370
Conto capitali a breve⁴	- 975	- 785	- 350	- 20	- 230	- 185
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	+ 440	+ 550	+ 25	+ 235	+ 105	+ 185

¹ Sulla base delle transazioni. ² I dati trimestrali relativi al saldo delle partite correnti sono rettificati per variazioni stagionali. ³ Compresa la produzione di oro disponibile per l'esportazione. ⁴ Compresi fattori di aggiustamento.

Nel conto capitali a lungo termine, la principale variazione è data dal fatto che gli investitori canadesi, i quali nel 1968 avevano accresciuto di \$0,4 miliardi i loro averi in titoli esteri, soprattutto azioni di società americane, li hanno ridotti di \$0,1 miliardo durante il 1969. Come nel passato, le emissioni di titoli canadesi all'estero hanno costituito il grosso dell'afflusso di capitali a lungo termine. L'afflusso netto derivante da investimenti diretti ha subito una flessione da \$0,4 a 0,3 miliardi, soprattutto in seguito al maggiore volume di investimenti diretti che i residenti hanno effettuato all'estero.

Per quanto riguarda il conto capitali a breve, la situazione tesa, che si è andata sviluppando nel settore monetario all'interno del paese, ha provocato una notevole espansione del credito a breve ricevuto dall'estero. Gli averi di non residenti in carta canadese commerciale e di finanziamento sono cresciuti di \$0,3 miliardi, dopo essersi ridotti di \$0,1 miliardo nel 1968. Questo andamento è stato compensato in parte da un'espansione nelle attività a breve sull'estero del settore canadese non bancario, attratto dall'alto livello dei saggi d'interesse che venivano corrisposti altrove, di modo che l'uscita di capitali netti a breve dal settore non bancario è passato da \$1 a 0,8 miliardi.

Giappone. Nel 1969 il Giappone è riuscito ad accrescere l'avanzo commerciale di ulteriori \$1,2 miliardi, cioè da \$2,5 a 3,7 miliardi e il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è passato da \$1,1 a 2,3 miliardi.

Giappone: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1968	Anno	1969				1970
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre
	milioni di dollari SU						
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni	12.750	15.730	3.285	3.800	4.160	4.485	4.045
Importazioni	10.220	11.980	2.680	2.880	3.090	3.330	3.460
Saldo	+ 2.530	+ 3.750	+ 605	+ 920	+ 1.070	+ 1.155	+ 585
Servizi	- 1.480	- 1.565	- 430	- 360	- 390	- 385	- 510
Bilancia corrente . .	+ 1.050	+ 2.185	+ 175	+ 560	+ 680	+ 770	+ 75
Conto capitali a lungo termine	- 240	- 165	+ 50	+ 75	- 105	- 185	- 435
Bilancia di base . .	+ 810	+ 2.020	+ 225	+ 635	+ 575	+ 585	- 360
Conto capitali a breve ²	+ 290	+ 265	+ 55	-	+ 85	+ 125	+ 345
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	- 1.100	+ 2.265	+ 280	+ 635	+ 660	+ 710	- 15 ³

¹ Sulla base delle transazioni. ² Compresi errori e omissioni. ³ Esclusa l'assegnazione iniziale di DSP (\$ 120 milioni).

Sulla base della bilancia dei pagamenti, l'incremento del valore delle importazioni si è accelerato dal 13 al 17%, mentre quello delle esportazioni si è leggermente ridotto, dal 25 al 23%. Tenendo conto di un aumento del 4,5% nei valori unitari, l'espansione registrata nel 1969 nel volume delle esportazioni è ammontata al 18% contro il 24% l'anno prima. L'avanzo commerciale, rettificato per variazioni stagionali, è alquanto diminuito nel corso dell'anno e nell'ultimo trimestre le importazioni superavano del 23% e le esportazioni del 20% il livello di un anno prima contro aumenti, rispettivamente, dell'11 e del 31% nel primo trimestre.

Le esportazioni verso l'Europa occidentale sono cresciute del 24% contro il 16% nel 1968, mentre le vendite agli Stati Uniti sono aumentate del 22%, un incremento considerevole, ma inferiore a quello del 36% raggiunto l'anno prima. Le esportazioni di macchinario e impianti hanno continuato a contribuire per quasi la metà al totale delle esportazioni e durante l'anno sono aumentate del 26%. Per quanto riguarda le importazioni, gli acquisti di macchinario e impianti sono cresciuti del 23% e quelli di minerali metalliferi e rottami di quasi il 20%, in seguito, in parte, all'aumento dei prezzi. Per paesi, le consegne dagli Stati Uniti, che è il paese fornitore più importante del Giappone, hanno registrato un incremento del 16% e le importazioni dai paesi in via di sviluppo, che partecipano con il 42% al totale, sono salite del 18,5%. In termini relativi, le importazioni dall'Indonesia e dall'Australia hanno presentato i maggiori aumenti: rispettivamente del 58 e 35%.

Negli altri principali settori della bilancia dei pagamenti non si sono verificate importanti variazioni nette nel 1969. Il disavanzo del conto servizi è cresciuto in misura modesta, passando da \$ 1.480 a 1.565 milioni, mentre l'uscita netta di capitali a lungo termine è ulteriormente diminuita: da \$ 240 a 165 milioni.

Gli acquisti di azioni giapponesi da parte di non residenti sono sensibilmente aumentati, da \$230 a 730 milioni; anche le esportazioni di capitali giapponesi a lungo termine hanno presentato un cospicuo incremento, da \$1.095 a 1.520 milioni. L'afflusso netto di capitali a breve è stato lievemente inferiore ed è ammontato a \$265 milioni, di cui \$200 milioni costituiti da crediti commerciali.

Nel primo trimestre del 1970 il deflusso netto di capitali a lungo termine è ammontato a \$435 milioni — di cui \$200 milioni hanno costituito prestiti accordati dalla Banca del Giappone alla BIRS — rispetto ad un afflusso netto di \$50 milioni l'anno prima. Insieme all'avanzo decrescente della bilancia corrente, dovuto a risultati meno soddisfacenti conseguiti nel conto merci e in quello dei servizi, il deflusso di capitali ha provocato una netta inversione di tendenza nel saldo complessivo, che da un attivo di \$280 milioni è passato ad un passivo di \$15 milioni.

Paesi dell'Europa occidentale. Se calcolata in base alle variazioni verificatesi nelle attività monetarie ufficiali nette e nella posizione a breve sull'estero delle banche, nel 1969 la bilancia dei pagamenti globale dei paesi dell'Europa occidentale ha conseguito un saldo passivo di \$5,7 miliardi. Le partite correnti hanno registrato un avanzo globale di \$2,3 miliardi, mentre il deflusso di capitali netti ha raggiunto l'elevato livello di \$8 miliardi. L'eccedenza delle partite correnti dei paesi CEE, da sola, ha uguagliato l'avanzo per tutta l'Europa, ma è stata tuttavia, di \$1,8 miliardi inferiore a quella del 1968, in seguito alle riduzioni negli avanzi della Germania e dell'Italia (soprattutto della prima), nonché ad un aumento nel deficit della Francia. L'avanzo delle partite correnti dei paesi EFTA e il deficit di quelle degli "Altri paesi europei" si compensano reciprocamente; la posizione dei paesi EFTA presenta un miglioramento di \$1,5 miliardi rispetto al 1968 per l'inversione di tendenza che si è manifestata nelle partite correnti del Regno Unito. Il cospicuo deflusso registrato in capitali è dovuto essenzialmente a due paesi, Germania e Italia, dove le condizioni monetarie erano improntate a relativa abbondanza. Nel caso dell'Italia, l'esodo di capitali ha rispecchiato anche l'incerta situazione politica.

Regno Unito. A partire dal secondo trimestre 1969 la bilancia dei pagamenti britannica ha incominciato a raccogliere i frutti della svalutazione del novembre 1967, dopo un periodo di attesa e di incertezza che si era protratto per il ritardo con cui erano state adottate appropriate misure fiscali e monetarie all'interno del paese. Questi effetti favorevoli, ai quali si sono aggiunti quelli della rapidissima espansione del commercio mondiale nonché di alcuni elementi favorevoli del conto capitali a lungo termine, hanno fatto sì che il deficit di \$955 milioni della bilancia di base nel 1968, sia stato sostituito nel 1969 da un avanzo di \$930 milioni. Il saldo commerciale è migliorato di \$1.160 milioni, l'eccedenza delle partite invisibili è aumentata di \$460 milioni e il conto capitali a lungo termine è passato da un'uscita netta di \$215 milioni ad un afflusso netto di \$50 milioni. Inoltre, si è verificata una favorevole inversione di tendenza, per \$785 milioni, nella partita bilanciante, di modo che la bilancia dei pagamenti globale è migliorata di \$2,7 miliardi.

Le esportazioni, comprese le rettificazioni nette per sottovalutazioni, sono cresciute, in termini di valore, del 12% contro il 22% nel 1968. L'incremento dei prezzi all'esportazione in sterline vi ha contribuito per il 3% nel 1969 contro l'8% nel 1968. Tenuto conto degli effetti che gli scioperi dei portuali britannici del 1967 hanno prodotto sui dati di entrambi gli anni, l'incremento nel volume delle esportazioni è stato di circa l'11% nel 1969 contro, forse, il 9% nell'anno precedente. Sulla base del conto merci, nel 1969 il valore delle vendite di manufatti è aumentato del 15,5% e, siccome gli scambi internazionali di manufatti sono cresciuti con lo stesso ritmo, il Regno Unito ha potuto mantenere la sua quota di partecipazione al mercato mondiale. Questo andamento è stato in netto contrasto con i periodi precedenti di rapida espansione nel commercio internazionale.

Regno Unito: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1968	Anno	1969 ²			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari SU						
Merci (f.o.b.)						
Esportazioni e riesportazioni	14.740	16.830	3.880	4.075	4.400	4.475
Importazioni	16.335	17.165	4.185	4.295	4.305	4.390
Saldo commerciale	-1.595	- 335	- 305	- 220	+ 95	+ 95
Rettificazioni nette delle esportazioni registrate	+ 315	+ 100	+ 85	+ 85	- 45	- 25
Pagamenti per acquisti di aerei militari SU	- 260	- 148	- 80	- 35	- 5	- 25
Saldo commerciale (rettificato per le partite sopra)	-1.540	- 380	- 300	- 170	+ 45	+ 45
Servizi						
Ufficiali	-1.675	-1.885	- 470	- 480	- 480	- 455
Privati	+2.475	+3.145	+ 825	+ 815	+ 760	+ 745
Totale	+ 800	+1.260	+ 355	+ 335	+ 280	+ 290
Bilancia corrente	- 740	+ 880	+ 55	+ 165	+ 325	+ 335
Conto capitali a lungo termine						
Ufficiali	+ 50	- 225	- 105	- 65	+ 30	- 85
Privati						
Investimenti britannici all'estero	-1.755	-1.425	- 435	- 380	- 210	- 400
Investimenti esteri nel Regno Unito	+1.490	+1.700	+ 330	+ 475	+ 410	+ 485
Totale	- 215	+ 50	- 210	+ 30	+ 230	-
Bilancia di base	- 955	+ 930	- 155	+ 195	+ 555	+ 335
Bilancia di base, prima della rettificazione stagionale	- 955	+ 930	- 210	+ 410	+ 535	+ 195
Partita bilanciante	- 350	+ 435	+ 435	- 185	- 245	+ 430
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	-1.305	+1.365	+ 225	+ 225	+ 290	+ 625

¹ Sulla base delle transazioni. ² I dati trimestrali relativi alla bilancia corrente e al conto capitali a lungo termine sono rettificati per variazioni stagionali.

Per quanto concerne la ripartizione geografica delle esportazioni britanniche, l'aumento delle esportazioni è dovuto soprattutto alle vendite ai paesi dell'Europa occidentale, le quali si sono dilatate del 19 %, dopo un progresso analogo nel 1968. Le esportazioni verso i paesi CEE sono cresciute del 18 %; le vendite alla Francia hanno registrato un'espansione del 23 %, mentre quelle ai paesi EFTA sono salite del 22 %: soprattutto la Svizzera ha assorbito un quantitativo di prodotti britannici assai considerevole. Le esportazioni verso l'area della sterlina sono aumentate del 13 %, ma quelle verso l'Unione sovietica e i paesi dell'Europa orientale sono cresciute di poco e le vendite agli Stati Uniti hanno subito effettivamente una flessione.

Le importazioni, esclusi gli acquisti di aerei militari SU, si sono ampliate del 5 % contro il 22 % nel 1968. Circa il 4 % dell'incremento è da attribuire a prezzi più elevati e soltanto circa il 2 % ad un'espansione in termini di volume, mentre nel 1968 quest'ultima era stata del 9 %. Sebbene il ritmo dell'attività economica sia stato meno rapido nel 1969 che nell'anno precedente, l'aumento delle importazioni è stato minore di quanto ci si sarebbe potuto attendere da questo fattore, preso isolatamente; la stretta creditizia e l'obbligo dei depositi sulle importazioni, elementi che entrambi hanno influito sull'accumulazione delle scorte, nonché la svalutazione della sterlina, che probabilmente ha stimolato la sostituzione di qualche importazione, possono avere contribuito a ridurre la propensione alle importazioni del Regno Unito.

Per categorie di merci, sulla base del relativo conto, il modesto incremento nel volume delle importazioni è da attribuire, in ampia misura, a flessioni del 3 e 4 % nelle categorie, rispettivamente, delle materie prime e prodotti alimentari e delle bevande e tabacco, nessuna delle quali rientra fra le merci soggette all'obbligo dei depositi sulle importazioni. Gli acquisti all'estero di combustibili si sono ampliate del 7 %, mentre quelli di manufatti, la maggior parte dei quali è soggetta ai citati depositi, sono cresciuti del 5 %, cioè sono rimasti notevolmente al disotto dell'incremento dell'anno precedente (circa il 14 %) e alla media annuale del decennio, che si è aggirata sul 10 %.

Il miglioramento della bilancia commerciale (rettificata per variazioni stagionali) si è verificato soprattutto nel secondo e terzo trimestre, quando le esportazioni hanno preso ad espandersi con ritmo assai più rapido che le importazioni e i pagamenti per acquisti di aerei militari SU stavano diminuendo. E il risultato del terzo trimestre è stato mantenuto nel quarto, nonostante una forte flessione nelle esportazioni verso l'America del Nord. Le ragioni di scambio, sebbene più favorevoli all'inizio dell'anno, successivamente si sono deteriorate e hanno presentato un lieve peggioramento rispetto al 1968.

L'eccedenza delle partite invisibili ha raggiunto l'importo di \$1.260 milioni nel 1969, cioè \$460 milioni di più che nell'anno precedente. Ciò si è verificato nonostante la ripresa del pagamento degli interessi sui prestiti nordamericani contratti nel dopoguerra; essi sono ammontati a \$85 milioni che, insieme ai saggi d'interesse più elevati corrisposti sul mercato dei capitali interno e più ampi averi esteri in titoli governativi, hanno provocato un aumento di \$210 milioni nei pagamenti netti del settore ufficiale. L'avanzo in conto partite invisibili private ha registrato un incremento di \$670 milioni, ai quali interessi e dividendi

netti hanno contribuito per \$585 milioni. Le entrate percepite sugli investimenti diretti delle compagnie petrolifere britanniche hanno subito una cospicua espansione, mentre gli introiti derivanti dagli investimenti esteri nel Regno Unito si sono ridotti.

In conto capitali a lungo termine, il modesto afflusso netto è stato il primo dal 1961. Nel settore privato, ad un deflusso di \$540 milioni nel 1968 si è sostituito un afflusso netto di \$275 milioni. Gli investimenti in titoli esteri sono diminuiti da \$560 milioni a, praticamente zero, in connessione, in parte, al ribasso di Wall Street e, in parte, a causa di una forte contrazione negli acquisti di titoli australiani. Contemporaneamente gli investimenti in titoli nazionali sono passati da \$210 a 445 milioni. \$130 milioni di questo incremento sono da ascrivere ai fondi presi a prestito dalle industrie nazionalizzate e dalle autorità locali sui mercati dei capitali esteri. In aggiunta, gli acquisti esteri di titoli di società britanniche hanno superato di \$230 milioni quelli del 1968, ma le transazioni in titoli di prim'ordine hanno provocato una limitata uscita di fondi, dopo aver registrato un afflusso l'anno prima. Gli investimenti in titoli nazionali ed esteri, considerati complessivamente, hanno manifestato dal 1968 una inversione di tendenza, per \$790 milioni, che è stata parzialmente compensata, rispetto al livello di un anno prima, da più elevati investimenti diretti all'estero per \$215 milioni e da minori investimenti esteri diretti nel Regno Unito per \$35 milioni.

Nel settore ufficiale, un afflusso netto a lungo termine di \$50 milioni, registrato nel 1968 è stato sostituito da un deflusso netto di \$225 milioni. Questo mutamento di tendenza è stato provocato soprattutto dalla ripresa dei rimborsi dei prestiti nordamericani, ammontanti a \$90 milioni, dai pagamenti derivanti dalla sottoscrizione all'Associazione Internazionale per lo Sviluppo, per \$105 milioni e da una riduzione, da \$180 a 25 milioni, nei prestiti accordati dall'Export-Import Bank per l'acquisto di aerei. D'altra parte, i prestiti compensatori ricevuti dalla Germania hanno superato di \$75 milioni l'importo ottenuto l'anno precedente.

La partita bilanciante è stata positiva nella misura di \$435 milioni, sebbene abbia subito fluttuazioni assai ampie fra il primo e il secondo trimestre e fra il terzo e il quarto. Il fattore di gran lunga più importante in queste oscillazioni è costituito dall'accumulazione e liquidazione di posizioni dovute a sfavorevoli termini di pagamento, in ampia misura dovuti all'evoluzione della situazione in Germania. Nel quarto trimestre vi hanno concorso anche il ritorno della fiducia nella sterlina e la penuria di liquidità esistente nel settore delle imprese britanniche.

L'avanzo di \$2,6 miliardi, che è stato conseguito nei finanziamenti ufficiali ed è riportato nella tabella a pagina 131, mette in evidenza che il risultato globale della bilancia dei pagamenti per il primo trimestre del 1970 deve essere stato assai favorevole. In conto merci, l'avanzo, rettificato per variazioni stagionali, è stato di \$85 milioni, cioè è stato più elevato che nei due trimestri precedenti. In aggiunta, si valuta che l'eccedenza delle partite invisibili sia ammontato a quasi \$100 milioni al mese. La componente più importante dell'avanzo conseguito nel primo trimestre sembra peraltro essere stata una cospicua partita bilanciante positiva.

Francia. Durante i primi tre trimestri del 1969 la Francia ha registrato un saldo passivo nella bilancia dei pagamenti di \$1,9 miliardi che ha fatto seguito a quello di \$3,2 miliardi nel 1968. Mentre più della metà del saldo passivo del 1968 si era verificato nel conto capitali, nei primi nove mesi dello scorso anno il deficit delle partite correnti è stato superiore al saldo passivo. Questo deterioramento della bilancia corrente è da attribuire in gran parte a termini di pagamento sfavorevoli e quando questi si sono invertiti, in seguito alla svalutazione del franco e alla rivalutazione del marco tedesco, la bilancia dei pagamenti è migliorata rapidamente e, nel quarto trimestre dell'anno, essa ha conseguito un saldo attivo stimato a \$250 milioni.

L'influsso della formazione e successiva liquidazione delle posizioni accumulate per effetto di sfavorevoli termini di pagamento appare chiaramente nella bilancia commerciale ove si confrontino i dati relativi ai pagamenti con le statistiche doganali. Durante i primi tre trimestri del 1969 il deficit commerciale è ammontato a \$750 milioni, sulla base dei dati doganali rettificati (f.o.b.) e a \$1.450 milioni, sulla base dei conti di cassa. Nell'ultimo trimestre, d'altra parte, quando si stavano liquidando le posizioni sfavorevoli precedentemente accumulate, i saldi, tanto sulla base delle statistiche doganali, quanto sulla base dei conti

Francia: Bilancia dei pagamenti¹
rispetto ai paesi non appartenenti all'area del franco.

Voci	1968	Anno ²	1969			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre ²
milioni di dollari SU						
Merci (f.o.b.)						
Importazioni	11.810	.	3.630	3.950	3.385	.
Esportazioni	11.195	.	3.105	3.155	3.255	.
Saldo commerciale	- 615	-1.450	- 525	- 795	- 130	-
Servizi	- 840	- 680	- 205	- 240	- 235	-
Bilancia corrente	-1.455	-2.130	- 730	-1.035	- 365	-
Conto capitali a lungo termine						
Capitali privati						
Investimenti netti francesi all'estero	- 625	.	- 40	- 15	- 30	.
Investimenti netti esteri in Francia	+ 300	.	+ 255	+ 10	+ 115	.
Settore bancario	- 355	.	- 40	+ 10	- 45	.
Totale	- 680	+ 420	+ 175	+ 5	+ 40	+ 200
Capitali ufficiali	- 30	- 60	- 15	- 5	- 40	-
Totale	- 710	+ 360	+ 160	-	-	+ 200
Bilancia di base	-2.165	-1.770	- 570	-1.035	- 365	+ 200
Capitali a breve, regolamenti multilaterali e aggiustamenti.						
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	-1.040	+ 90	+ 10	- 115	+ 145	+ 50
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	-3.205	-1.680	- 560	-1.150	- 220	+ 250

¹ Sulla base dei conti di cassa. ² Stime provvisorie della BRI.

di cassa, sono stati approssimativamente in equilibrio. Per il 1969 nel suo complesso, il deficit commerciale, sulla base dei conti di cassa, di \$1.450 milioni sembra essere stato gonfiato di circa \$700 milioni da termini di pagamento sfavorevoli.

Sulla base delle statistiche doganali (c.i.f.), le importazioni dai paesi non appartenenti all'area del franco sono aumentate, lo scorso anno, del 32%, in franchi, contro il 15% nel 1968. Circa tre quarti dell'incremento sono da imputare ad un'espansione del volume e la rimanenza a prezzi più elevati. Nel primo semestre dell'anno, praticamente tutto l'aumento delle merci importate ha rispecchiato un ampliamento nel loro volume, ma nella seconda metà oltre il 50% dell'incremento è da attribuire ad aumenti dei prezzi. Lo scorso anno i valori unitari delle esportazioni sono cresciuti, in media, del 7%; ciò ha contribuito per oltre un quarto all'aumento del 26% nel valore. Nell'ultimo trimestre, quasi la metà dell'espansione nelle esportazioni è tuttavia da ascrivere a prezzi più elevati.

Il disavanzo commerciale rispetto ai paesi non appartenenti all'area del franco è passato da \$1.420 a 2.480 milioni. Il deficit strutturale del conto merci verso i paesi CEE è salito da \$1.160 a 1.570 milioni e l'avanzo, pure strutturale, nei confronti dei paesi EFTA si è ridotto da \$280 a 20 milioni. E si è pure deteriorata la bilancia commerciale della Francia verso tutte le altre principali aree.

Per quanto riguarda le diverse categorie di merci, le importazioni di beni di consumo hanno presentato il progresso più rapido, avendo subito un'espansione del 42% (autoveicoli 36%), mentre quelle di beni strumentali sono cresciute del 33% (macchinari e apparecchiature elettriche 43%). Tanto le importazioni quanto le esportazioni di prodotti agricoli si sono ampliate del 30%. Altre categorie di esportazioni che hanno presentato un elevato saggio di espansione sono: beni strumentali (30%) e beni di consumo (26%). Il rapporto di copertura fra importazioni ed esportazioni è passato dall'89% nel 1968 all'84% lo scorso anno. Nell'ultimo trimestre, tuttavia, esso ha raggiunto di nuovo l'89%, su base rettificata per variazioni stagionali, avvicinandosi così maggiormente al 93% che le autorità francesi considerano una posizione di equilibrio. Questa percentuale è stata raggiunta nel primo trimestre del 1970, quando l'aliquota di copertura è salita al 95% (in marzo era esattamente del 100%), perchè l'incremento delle esportazioni è stato più rapido di quello delle importazioni. In confronto con il primo trimestre del 1969 le esportazioni e importazioni sono aumentate, rispettivamente, del 20 e del 10%. Il deficit commerciale si è conseguentemente ridotto da \$445 a 195 milioni.

In conto capitali, settore nel quale erano in vigore rigorosi controlli sui movimenti esterni di fondi, il deflusso netto di \$1.750 milioni nel 1968 è stato sostituito da un afflusso netto di circa \$450 milioni. In conto capitali privati a lungo termine si valuta che l'entrata netta sia ammontata ad oltre \$400 milioni. Quasi metà di questo afflusso è dovuto alle emissioni francesi all'estero. Nel primo trimestre del 1969 sono stati emessi quattro prestiti internazionali in DM, che hanno complessivamente raccolto quasi \$130 milioni; la "Caisse Nationale de l'Energie" e la "Caisse Nationale des Autoroutes" vi hanno contribuito per \$50

milioni ciascuna. Nell'ultimo trimestre un'emissione privata in dollari SU, per \$55 milioni, ha portato il totale per l'anno a \$185 milioni e, nel primo trimestre del 1970, le emissioni all'estero sono ammontate a quasi \$70 milioni. In conto capitali a breve, compresi regolamenti multilaterali e aggiustamenti, la fuga di capitali si è arrestata. Il deflusso netto di \$115 milioni nel secondo trimestre, cioè prima della svalutazione, è stato seguito da un riflusso di fondi nel terzo e quarto trimestre, sicchè per il 1969 nel suo complesso si è registrata una modesta entrata netta di \$90 milioni.

Germania. Soprattutto a causa di un forte aumento in uscita di capitali a lungo termine, la bilancia dei pagamenti di base della Germania, che nel 1968 era stata praticamente in pareggio, ha presentato nel 1969 un deficit di \$4,2 miliardi. Questo è stato anche il saldo passivo della bilancia globale, dal momento che i movimenti di capitali a breve, considerati nell'arco dei dodici mesi, hanno presentato un saldo trascurabile. Peraltro, nel corso dell'anno, l'andamento del conto di questi capitali (compresi errori ed omissioni) è stato caratterizzato da oscillazioni assai pronunciate. L'atteso mutamento nella parità del marco tedesco ha provocato nei primi nove mesi dell'anno un afflusso netto di fondi per \$4 miliardi, la massima parte dei quali è entrata durante il secondo ed il terzo trimestre; a rivalutazione avvenuta, un deflusso di uguali proporzioni ha avuto luogo durante il quarto trimestre. Queste amplissime variazioni del conto capitali a breve hanno costituito il principale motivo del passaggio nella bilancia globale dei pagamenti da un saldo attivo appena superiore a \$2 miliardi nei primi nove mesi dell'anno ad un deficit di \$6,2 miliardi nell'ultimo trimestre. Un fattore addizionale è, tuttavia, costituito da un forte deterioramento della bilancia di base nel quarto trimestre. Anche se ciò è in parte derivato dalla svalutazione, ha rappresentato, piuttosto che un mutamento, un'intensificazione delle tendenze in corso.

L'avanzo della bilancia delle partite correnti è diminuito tra il 1968 ed il 1969 da \$2,8 a 1,8 miliardi. Più di metà di questa variazione va ascritta al conto merci, la cui eccedenza è scesa da \$4,6 a 4 miliardi. Tenendo conto, peraltro, dell'aumento artificioso dell'avanzo commerciale verificatosi a fine 1968, proprio alla vigilia dell'introduzione dell'imposta di confine, la tendenza di fondo verso la diminuzione del saldo commerciale attivo nel 1969 è stata probabilmente assai contenuta. Non solo, ma calcolando tale saldo su base stagionale rettificata, si vede che esso è aumentato fra un trimestre e l'altro durante l'anno, anche se solo leggermente nell'ultimo trimestre.

In termine di DM, le importazioni si sono dilatate del 21% contro il 16% dell'anno precedente. L'aumento delle esportazioni, pari al 14%, è stato uguale in entrambi gli anni. Poichè i valori medi unitari delle importazioni sono stati superiori di poco più del 2%, e quelli delle esportazioni inferiori nella stessa misura percentuale, l'aumento di volume delle importazioni ed esportazioni si è ragguagliato rispettivamente al 18 e 12% contro il 18 ed 16% del 1968. Mettendo a raffronto i primi nove mesi del 1969 con l'ultimo trimestre, l'espansione delle importazioni è rallentata dal 22 al 17%, in termini di DM e dal 19 al 16% in volume, mentre quella delle esportazioni è scesa dal 17 all'8% e dal 15 al 5%.

Germania: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1968	Anno	1969 ²				1970 ² 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari SU							
Merci							
Esportazioni (f.o.b.) . . .	24.890	29.045	6.570	7.130	7.410	7.935	
Importazioni (c.i.f.) . . .	20.295	25.075	5.805	6.180	6.300	6.790	
Saldo	+4.595	+3.970	+ 765	+ 950	+1.110	+1.145	+ 745
Servizi e trasferimenti	-1.740	-2.215	- 535	- 500	- 390	- 790	- 825
Bilancia corrente	+2.855	+1.755	+ 230	+ 450	+ 720	+ 355	- 80
Bilancia corrente (non rettificata) . .	+2.855	+1.806	+ 315	+ 560	+ 445	+ 485	+ 5
Conto capitali a lungo termine							
Privati	-2.540	-5.485	-1.400	-1.020	- 690	-2.375	-1.025
Ufficiali	- 340	- 480	- 40	- 20	- 180	- 240	- 65
Totale	-2.880	-5.965	-1.440	-1.040	- 870	-2.615	-1.090
Bilancia di base	- 25	-4.160	-1.125	- 480	- 425	-2.130	-1.085
Conto capitali a breve termine							
Privati	+ 135	- 190	+ 125	+ 520	+ 680	-1.515	+ 200
Ufficiali	+ 275	- 45	- 60	+ 55	- 25	- 15	- 10
Totale	+ 410	- 235	+ 65	+ 575	+ 655	-1.530	+ 190
Errori ed omissioni . . .	+ 735	+ 205	+ 425	+1.745	+ 525	-2.490	+ 635
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . .	+1.120	-4.190	- 635	+1.840	+ 755	-6.150	- 230 ³

¹ Sulla base delle transazioni. ² I dati trimestrali della bilancia corrente sono rettificati per variazioni stagionali.
³ Esclusa l'assegnazione iniziale di DSP (\$200 milioni).

rispettivamente, in termini di DM ed in volume. All'inizio del 1970, l'indice dei prezzi ingrosso all'esportazione era del 6% al di sopra del livello di un anno prima.

Considerando l'intero anno, una delle ragioni del più lento sviluppo delle esportazioni è stata una lieve flessione delle consegne agli Stati Uniti, che nel 1968 erano aumentate del 38%. Le vendite ai paesi CEE ed EFTA, che coprono i due terzi delle esportazioni totali, sono peraltro aumentate più che nel 1968, del 21 e del 13% rispettivamente. Per quanto riguarda le importazioni, le forniture dai paesi CEE, dai paesi EFTA e dagli Stati Uniti si sono ampliate, rispettivamente, del 27, 20 e 16%. Per categorie di merci, il maggior aumento è stato registrato nelle importazioni di manufatti finiti (32%); gli acquisti di generi alimentari hanno presentato un incremento del 13%.

Il deficit dei servizi e dei trasferimenti è passato da \$1,7 miliardi a \$2,2 miliardi. La spesa netta per i viaggi dei turisti all'estero è salita da \$0,7 a 0,9 miliardi e le rimesse dei lavoratori all'estero sono cresciute di \$0,2 miliardi, toccando il livello di \$0,7 miliardi. Quest'ultimo incremento corrisponde appross-

simativamente all'aumento del numero dei lavoratori stranieri occupati in Germania.

I tre quarti della variazione registrata nel 1969 dalla bilancia tedesca di base vanno ascritti al conto capitali a lungo termine, dove le uscite nette totali si sono ragguagliate a \$6 miliardi. Il deflusso di capitali privati a lungo termine è aumentato da \$2,5 a 5,5 miliardi: gli investimenti netti tedeschi all'estero sono saliti da poco meno di \$3 miliardi a poco più di \$5,6 miliardi, mentre gli investimenti privati esteri netti in Germania sono caduti da \$0,4 miliardi a soltanto \$0,1 miliardo. L'aumento degli investimenti privati all'estero da parte di residenti tedeschi ha assunto due principali forme: gli impieghi di portafoglio sono saliti da \$1,4 a 2,4 miliardi, mentre i crediti ed i prestiti a lunga scadenza sono passati da \$1,1 a 2,6 miliardi. Inoltre, anche gli investimenti esteri diretti della Germania hanno presentato un certo aumento, da \$0,4 a 0,6 miliardi, e, per la prima volta dalla guerra, sono risultati superiori agli investimenti diretti esteri nel paese. Gli impieghi esteri di portafoglio hanno messo in evidenza un deflusso netto di \$0,3 miliardi, praticamente determinatosi tutto nel quarto trimestre.

Durante quest'ultimo trimestre del 1969, le uscite nette di capitali privati a lungo termine sono ammontate a \$2,4 miliardi, dei quali \$1,1 miliardi vanno ascritti ai crediti e prestiti. Prima della rivalutazione, le banche tedesche avevano assunto considerevoli impegni con i non residenti cui hanno dovuto far fronte in misura massiccia durante l'ultimo trimestre, quando i saggi d'interesse tedeschi erano ancora competitivi e non sussistevano più incertezze circa il tasso di cambio. Gli impieghi tedeschi di portafoglio all'estero, pari a \$0,7 miliardi, sono stati altresì molto elevati durante il trimestre di cui si tratta: uno dei motivi consiste nel fatto che le nuove emissioni di titoli esteri in DM sul mercato tedesco sono risultate più difficili da collocare presso i non residenti che per l'innanzi, dacchè non esisteva più alcuna aspettativa di trarre profitto, in conto capitali, da una rivalutazione.

I \$4 miliardi di capitali a breve affluiti durante i primi nove mesi dell'anno, i quali comprendono transazioni non identificate, ma escludono le variazioni della posizione a breve sull'estero del sistema bancario, si possono sostanzialmente suddividere in due partite: debiti per \$1,3 miliardi contratti all'estero dalle imprese tedesche; ed errori e omissioni di segno positivo per \$2,7 miliardi. Queste entrate di fondi si sono concentrate nei mesi di maggio e di agosto-settembre, quando si sono rispettivamente ragguagliate a \$2,2 e 1,2 miliardi. Le uscite di capitali a breve durante l'ultimo trimestre hanno compreso una riduzione di \$1,5 miliardi di crediti esteri netti di imprese tedesche ed errori e omissioni per un importo negativo di \$2,5 miliardi.

Escludendo l'assegnazione iniziale di DSP, la bilancia dei pagamenti globale della Germania per il primo trimestre del 1970 ha registrato un saldo passivo di \$0,3 miliardi. Su base rettificata, i pagamenti correnti hanno presentato un disavanzo di \$80 milioni contro un avanzo di \$230 milioni l'anno prima. Questo andamento è dovuto ad un incremento di \$300 milioni nel deficit del conto servizi e dei trasferimenti. Sia i movimenti di capitali che gli errori ed omissioni hanno rispecchiato la situazione monetaria tedesca più tesa. Le uscite di

capitali a lungo termine pari a \$1,1 miliardi, seppure ancora cospicue, sono risultate assai inferiori rispetto tanto al precedente trimestre che al primo trimestre del 1969, mentre il conto capitali a breve, tenendo conto degli errori ed omissioni, ha registrato un afflusso netto di \$0,8 miliardi.

Italia. Anche la bilancia dei pagamenti dell'Italia si è deteriorata sensibilmente dal 1968 al 1969, passando da un saldo attivo di \$0,6 miliardi ad un saldo passivo di \$1,2 miliardi, il primo dal 1963. L'avanzo della bilancia corrente, ammontante a \$2,4 miliardi, è stato di poco inferiore a quello del 1968, ma ancora assai considerevole. Il deflusso di capitali è tuttavia aumentato di \$1,5 miliardi, raggiungendo il livello di \$3,5 miliardi.

Nella bilancia corrente, l'avanzo commerciale è sceso da \$1 a 0,6 miliardi; circa metà di questa flessione è stata compensata da un ulteriore incremento negli introiti netti da servizi: da \$1,6 a 1,8 miliardi. Le rimesse dei lavoratori all'estero sono cresciute di \$100 milioni, interessi e dividendi di \$70 milioni e proventi netti dal turismo di \$30 milioni. Su base rettificata per variazioni stagionali, la maggior parte del deterioramento in conto merci si è verificata nell'ultimo trimestre dell'anno, quando l'economia è stata fortemente influenzata dagli scioperi. In confronto con l'ultimo trimestre del 1968 il peggioramento è stato di \$450 milioni, ciò che corrisponde esattamente all'espansione delle importazioni. La bilancia corrente si è deteriorata all'incirca dello stesso importo tra i primi trimestri del 1969 e il 1970, essendosi verificata una variazione di \$350 milioni, da un avanzo ad un deficit, nel conto merci e una flessione di \$130 milioni nei proventi da servizi.

Sulla base delle statistiche doganali (importazioni c.i.f.), il deficit commerciale è passato da \$100 milioni nel 1968 a \$700 milioni nel 1969; esso è ammontato a \$200 milioni nei primi nove mesi e a \$500 milioni nell'ultimo trimestre. Le importazioni, che nel 1968 avevano registrato un'espansione soltanto del 4,5%, quando la domanda interna fu piuttosto debole, nei primi nove mesi del 1969 si sono ampliate del 22,5%, in seguito all'elevato livello degli investimenti e alla crescente capacità d'acquisto della popolazione. Nei mesi successivi, quando la domanda è rallentata meno dell'offerta, le importazioni hanno subito un incremento del 17% rispetto all'ultimo trimestre del 1968, in quanto un'accelerazione nelle importazioni di beni di consumo ha compensato il rallentamento in quelle di altre categorie di merci, soprattutto acquisti di impianti, macchinari e attrezzature e di combustibili ed energia.

Le esportazioni, che nel 1968 erano cresciute del 17%, hanno continuato a espandersi con un ritmo persino più rapido - 21% - nei primi nove mesi del 1969, ma il loro incremento si è arrestato nell'ultimo trimestre, quando soltanto le esportazioni di generi alimentari sono aumentate in misura maggiore che nei nove mesi precedenti, mentre l'espansione delle vendite dei beni di consumo durevoli ha subito una flessione dal 26,5 all'8% e quella dei beni strumentali dal 24 al 3%. Le esportazioni per altre categorie di merci sono effettivamente scese al disotto del livello raggiunto nell'ultimo trimestre del 1968.

Italia: Bilancia del pagamenti.¹

Voci	1968	Anno	1969 ²				1970 ²
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre
milioni di dollari SU							
Merci (f.o.è.)							
Esportazioni	10.095	11.645	2.795	3.030	3.080	2.740	2.955
Importazioni	9.050	11.060	2.570	2.805	2.845	2.840	3.075
Saldo	+ 1.045	+ 585	+ 225	+ 225	+ 235	- 100	- 120
Servizi							
Turismo	+ 1.110	+ 1.140	+ 255	+ 290	+ 310	+ 285	+ 220
Rimesse dei lavoratori	+ 650	+ 945	+ 245	+ 225	+ 265	+ 210	+ 245
Altri servizi	- 380	- 300	- 25	- 20	- 130	- 125	- 120
Totale	+ 1.580	+ 1.785	+ 475	+ 495	+ 445	+ 370	+ 345
Bilancia corrente	+ 2.625	+ 2.370	+ 700	+ 720	+ 680	+ 270	+ 225
Movimenti di capitali							
Residenti	- 2.150	- 3.865	- 955	- 1.155	- 975	- 780	.
Non residenti	+ 460	+ 435	+ 200	+ 100	- 110	+ 245	.
Errori e omissioni	- 350	- 115	- 305	- 180	+ 290	+ 80	.
Totale	- 2.040	- 3.545	- 1.060	- 1.235	- 795	- 455	- 935
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	+ 585	- 1.175	- 360	- 515	- 115	- 185	- 710 ³

¹ Sulla base delle transazioni. ² I dati trimestrali relativi alla bilancia corrente sono rettificati per variazioni stagionali. ³ Esclusa l'assegnazione iniziale di DSP (\$105 milioni).

In termini assoluti e per l'anno nel suo insieme, le esportazioni si sono ampliate di \$1,5 miliardi, toccando l'importo di \$11,7 miliardi; metà dell'incremento è occorso negli scambi con Francia e Germania. Le vendite agli Stati Uniti si sono dilatate di circa \$200 milioni e quelle all'URSS di \$100 milioni. Le importazioni sono passate da \$10,3 a 12,5 miliardi; circa \$1 miliardo di questa variazione è da ascrivere alle merci provenienti dai paesi CEE che si sono dilatate del 30%.

La bilancia commerciale ha continuato a peggiorare nel primo trimestre del 1970. Il deficit è ammontato a \$455 milioni contro \$65 milioni nei mesi corrispondenti del 1969, dato che le importazioni sono cresciute del 19% e le esportazioni soltanto del 5,5%. Si è verificata soprattutto una caduta del 18% nelle esportazioni di autoveicoli, in seguito alle persistenti vertenze sindacali, mentre le importazioni degli stessi hanno compiuto un balzo all'insù del 56%.

Il deflusso netto di capitali, che era aumentato da \$1,2 a 2 miliardi nel 1968, è salito a ben \$3,5 miliardi lo scorso anno. Mentre gli investimenti esteri netti in Italia hanno continuato con un ritmo di oltre \$400 milioni, l'uscita netta di fondi italiani - quasi tutti privati - è cresciuta di \$1,7 miliardi, raggiungendo il livello di \$3,9 miliardi. Come in anni precedenti, il deflusso tramite le esportazioni di biglietti di banca ha costituito la voce più importante; esse sono state doppie di quelle registrate nel 1968 e, cioè, \$2,2 miliardi. I prestiti privati sono passati da \$85 a 465 milioni, soprattutto a causa del divario fra i saggi d'interesse.

Gli investimenti autorizzati in titoli sono aumentati da \$280 a 460 milioni, di cui \$235 milioni sono stati collocati in fondi d'investimento esteri. Dopo un rallentamento delle esportazioni di capitali nella seconda metà dell'anno, nel primo trimestre del 1970 il deflusso di fondi ammontò ad oltre \$900 milioni.

In aggiunta alle misure monetarie adottate nel 1969, per contenere l'esodo di capitali (vedasi capitolo II, pagina 67), nel febbraio 1970 i termini di pagamento per importazioni ed esportazioni sono stati accorciati e il rimpatrio dei biglietti di banca italiani è stato reso più difficile, nel senso che le banconote trasmesse dall'estero devono ora venire presentate alla Banca d'Italia in Roma per la conversione.

Unione economica Belgio-Lussemburgo. La bilancia dei pagamenti globali è sensibilmente migliorata nel 1969, essendo passata da un saldo passivo di \$220 milioni ad un saldo attivo di \$170 milioni. La maggior parte di questa variazione è dovuta all'andamento del conto capitali, ma vi è anche stato un modesto incremento nell'avanzo delle partite correnti.

Sulla base dei pagamenti, il disavanzo commerciale si è ridotto di \$170 milioni, scendendo a \$95 milioni. Il saldo commerciale, sulla base delle statistiche

Unione Economica Belgio-Lussemburgo: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1968	Anno	1969			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari SU						
Merci						
Importazioni	6.660	7.875	1.825	2.005	1.990	2.055
Esportazioni	6.395	7.760	1.775	1.925	1.825	2.255
Saldo	- 265	- 95	- 50	- 60	- 165	+ 200
Servizi						
Arbitraggi su merci e lavorazioni per conto	+ 240	+ 290	+ 75	+ 45	+ 85	+ 85
Turismo	- 125	- 140	- 20	- 20	- 90	- 10
Altri servizi	+ 185	+ 25	+ 10	- 10	- 5	+ 30
Totale	+ 300	+ 175	+ 65	+ 15	- 10	+ 105
Saldo delle partite correnti . .	+ 35	+ 80	+ 15	- 65	- 175	+ 305
Movimenti di capitali						
Autorità pubbliche	- 70	- 55	- 20	+ 15	- 20	- 30
Imprese semi-pubbliche ²	- 10	+ 190	+ 105	+ 70	+ 10	+ 5
Privati						
Investimenti esteri nell'UEBL . . .	+ 240	+ 355	+ 40	+ 95	+ 100	+ 120
Investimenti dell'UEBL all'estero . .	- 335	- 290	- 140	-	- 90	- 60
Totale	- 175	+ 200	- 15	+ 180	-	+ 35
Errori e omissioni	- 80	- 110	- 50	- 15	+ 105	- 150
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	- 220	+ 170	- 50	+ 100	- 70	+ 190

¹ Sulla base dei conti di cassa. ² Imprese pubbliche e istituti finanziari non monetari del settore pubblico.

doganali, ha, tuttavia, conseguito un miglioramento di \$255 milioni (essendo un disavanzo di \$170 milioni stato sostituito da un'eccedenza di \$85 milioni); la differenza di \$85 milioni è da attribuire a termini di pagamento sfavorevoli. Difatti, nel corso dell'anno sono state registrate ampie fluttuazioni nel saldo, calcolato sulla base dei conti di cassa; da un disavanzo di \$300 milioni nei primi nove mesi, quando i termini di pagamento erano sfavorevoli al Belgio, ad un avanzo di \$200 milioni nell'ultimo trimestre, essendosi tale movimento capovolto.

Il commercio estero dell'UEBL è stato assai vivace nel 1969. Importazioni ed esportazioni sono aumentate, rispettivamente, del 20 e del 23 % in valore contro il 15 %, in ciascun caso, l'anno prima. In volume, l'incremento delle importazioni ed esportazioni è stato di circa il 17 % nel 1969; la parte maggiore di esso, all'importazione, è dovuta agli acquisti da Germania e Francia. Per quanto riguarda le esportazioni, le vendite di attrezzature per mezzi di trasporto e di combustibili sono cresciute, rispettivamente, del 34 e del 30 % e quelle di macchinario del 25 %. Le vendite ai paesi CEE si sono dilatate del 30 % e l'avanzo rispetto a questi paesi ha raggiunto l'importo di \$1 miliardo, che ha più che compensato i disavanzi registrati nei confronti di tutte le altre aree.

Il miglioramento del conto merci è stato, in ampia misura, neutralizzato da una riduzione nell'avanzo delle partite invisibili nette da \$300 a 175 milioni. Le spese militari all'estero sono aumentate e dividendi ed interessi netti sono diminuiti.

Il saldo del conto capitali è passato da un deflusso netto di \$175 milioni ad un afflusso netto di \$200 milioni. Poco più di metà di questa variazione è da imputare al credito netto ricevuto, per \$190 milioni, dalle imprese pubbliche e da istituti finanziari non monetari del settore pubblico e, in particolare, ai prestiti contratti all'estero dalla "Société Nationale de Crédit à l'Industrie". Anche i movimenti di capitali privati hanno invertito la tendenza da un deflusso netto ad un'entrata netta; gli investimenti esteri in Belgio - che per la parte maggiore sono costituiti da investimenti diretti - sono cresciuti da \$240 a 355 milioni, mentre gli investimenti belgi all'estero sono scesi di \$45 milioni.

Paesi Bassi. Anche la bilancia dei pagamenti dei Paesi Bassi è migliorata dal 1968 al 1969, passando da un saldo passivo di \$100 milioni ad un saldo attivo di \$150 milioni. L'avanzo delle partite correnti è cresciuto di \$110 milioni e il deflusso netto di capitali a lungo termine si è ridotto di \$125 milioni.

Lo scorso anno il conto capitali a lungo termine è stato in pareggio, in quanto un deflusso di \$145 milioni durante i primi nove mesi è stato seguito da un'entrata analoga nell'ultimo trimestre. Un incremento negli investimenti diretti netti all'estero (compresi i crediti concessi reciprocamente da società) da \$40 a 150 milioni è stato ampiamente compensato da un aumento dell'afflusso netto in conto transazioni su titoli da \$40 a 135 milioni. Gli acquisti netti di titoli olandesi da parte di non residenti sono passati da \$300 a 375 milioni; metà di questo importo è affluito nell'ultimo trimestre, quando i non residenti hanno comperato notevoli quantità di obbligazioni olandesi, anche per l'attesa di una rivaluta-

Paesi Bassi: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1968	1969				1970	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre
milioni di dollari SU							
Merci (f.o.b.)							
Importazioni	8.295	9.645	2.120	2.405	2.315	2.605	2.545
Esportazioni	7.915	9.295	2.095	2.330	2.240	2.630	2.450
Saldo	- 480	- 350	- 25	- 75	- 75	- 175	- 95
Servizi							
Interessi e dividendi . .	+ 200	+ 205	+ 15	+ 10	+ 80	+ 100	+ 15
Altri servizi	+ 340	+ 315	+ 65	+ 100	+ 15	+ 135	+ 85
Totale	+ 540	+ 520	+ 80	+ 110	+ 95	+ 235	+ 100
Bilancia corrente . .	+ 60	+ 170	+ 55	+ 35	+ 20	+ 60	+ 5
Movimenti di capitali							
A lungo termine							
Titoli olandesi	+ 300	+ 375	+ 70	+ 40	+ 75	+ 190	+ 70
Titoli esteri	- 260	- 240	- 65	- 110	- 25	- 40	- 55
Investimenti diretti ² . .	- 40	- 150	+ 50	- 130	+ 10	- 80	+ 65
Banche e altri capitali privati ³	- 60	+ 15	-	- 45	- 15	+ 75	-
Ufficiali	- 95 ⁴	- 30	- 5	- 10	- 5	- 10	- 5
Totale	- 155	- 30	+ 50	- 255	+ 40	+ 135	+ 75
Bilancia di base . . .	- 95	+ 140	+ 105	- 220	+ 60	+ 195	+ 80
A breve							
Non bancari	- 5	- 50	- 20	-	- 15	- 15	- 30
Banche	- 60	+ 40	- 20	+ 5	-	+ 55	- 105
Errori ed omissioni . .	+ 60	+ 20	+ 25	+ 105	- 120	+ 10	+ 60
Totale	- 5	+ 10	- 15	+ 110	- 135	+ 50	- 75
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) .	- 100	+ 150	+ 90	- 110	- 75	+ 245	+ 5 ⁵

¹ Sulla base dei conti di cassa. ² Compresi crediti a breve e a lungo termine concessi reciprocamente da società.
³ Soprattutto crediti. ⁴ Compreso un rimborso anticipato di debiti agli Stati Uniti per \$65 milioni. ⁵ Esclusa l'assegnazione iniziale di DSP (\$85 milioni).

zione del fiorino. L'uscita di capitali ufficiali, che nel 1968 era cresciuta a causa di un rimborso anticipato di debito verso gli Stati Uniti per \$65 milioni, è scesa a \$30 milioni, che hanno rappresentato aiuti concessi ai paesi in via di sviluppo. Il conto capitali a breve è stato pure approssimativamente in equilibrio, come nel 1968, perchè un deflusso netto tramite il settore non bancario è stato quasi compensato da una riduzione nel credito concesso dalle banche.

L'avanzo della bilancia corrente - il terzo consecutivo - è salito da \$60 a 170 milioni. Il disavanzo commerciale è diminuito di \$130 milioni, scendendo a \$350 milioni, mentre gli introiti netti dalle partite invisibili si sono ridotti di \$20 milioni nel 1969. Nel primo trimestre del 1970 le partite correnti sono state praticamente in equilibrio - contro un avanzo di \$55 milioni l'anno prima - perchè l'eccedenza di \$100 milioni del conto servizi ha superato di poco il disavanzo commerciale.

Sulla base delle statistiche doganali, le importazioni sono passate da \$9,3 a 11 miliardi e le esportazioni da \$8,3 a 10 miliardi. Il progresso delle importazioni si è accelerato dal 9 al 18,5% e quello delle esportazioni dal 14 al 19%. Dato che nel 1969 i prezzi all'importazione sono aumentati, in media, del 3% e i prezzi all'esportazione del 2%, gli indici relativi ai volumi hanno subito un incremento, rispettivamente, del 15 e 17%. Per quanto riguarda le importazioni, gli acquisti di beni di consumo, materie prime e prodotti semilavorati hanno contribuito ad accelerare l'espansione tanto in volume che in valore, mentre quelli di beni strumentali sono rallentati. Quanto alle esportazioni, le vendite di manufatti si sono ampliate del 19% in valore (contro il 15% nel 1968), di cui soltanto l'1% ha rappresentato un incremento dei prezzi. I maggiori progressi sono stati conseguiti dalle attrezzature per mezzi di trasporto, metalli, prodotti tessili e combustibili minerali. Le vendite di gas naturale hanno compiuto un balzo di quasi il 50%. Le esportazioni di prodotti agricoli non lavorati si sono accelerate, passando dall'11 al 18%; il 12% di questo incremento è da attribuire al maggiore volume delle vendite e il 5% a prezzi più elevati. Gli altri paesi della CEE hanno partecipato con tre quarti all'incremento delle esportazioni e con un po' meno di due terzi a quello delle importazioni.

Austria. Per il secondo anno consecutivo, la bilancia dei pagamenti dell'Austria ha registrato un saldo attivo di poco più di \$100 milioni. Tuttavia, mentre per il 1968 esso era da ascrivere per intero ad un afflusso netto di capitali, nel 1969 ha rispecchiato assai da vicino un avanzo di \$100 milioni nelle partite correnti — il più elevato da quando nel 1953 fu introdotta l'attuale parità dello scellino.

L'espansione delle esportazioni si è accelerata dal 10 al 21%; le vendite di macchinario ed attrezzature elettriche sono salite del 28%. Anche l'incremento delle importazioni ha assunto un ritmo più rapido, ma soltanto dall'8 al 13%. In cifre assolute, l'avanzo strutturale delle importazioni si è ridotto da \$540 a 435 milioni. Nel primo trimestre del 1970 è cresciuto a \$600 milioni su base annuale. Nel 1969, gli introiti netti dalle partite invisibili sono passati da \$455 a 535 milioni; la maggior parte dell'aumento è dovuta ad un'espansione nei proventi dal turismo.

In conto capitali a lungo termine, in contrasto con i cospicui afflussi netti registrati nel 1967 e 1968 (\$185 milioni in quest'ultimo anno), si è verificato, nel 1969, un modesto deflusso netto di \$25 milioni, provocato soprattutto dall'attrazione esercitata dagli elevati saggi d'interesse che venivano corrisposti all'estero. Il deflusso netto di capitali privati austriaci è cresciuto da \$95 a 145 milioni, in seguito ad un maggior volume, sia di acquisti di titoli esteri da parte di residenti austriaci, sia di crediti accordati da istituti finanziari. Contemporaneamente, l'afflusso netto di capitali privati esteri è diminuito, sicchè, in complesso, il conto capitali privati è passato da un afflusso netto di \$5 milioni nel 1968 ad un'uscita netta di \$55 milioni lo scorso anno. Nel caso delle transazioni ufficiali su capitali il contrasto con il 1968 è stato ancora più accentuato, in quanto l'afflusso netto è sceso da \$180 a 30 milioni. L'afflusso netto di capitali a breve è raddoppiato da \$15 a 30 milioni.

Svizzera. Lo scorso anno il saldo attivo della bilancia dei pagamenti della Svizzera, che nel 1968 aveva raggiunto l'importo insolitamente cospicuo di \$1.150 milioni, è tornato ad un livello più normale di \$155 milioni. A prescindere dal fatto che era cessata la fuga di capitali dalla Francia, la quale aveva avuto grandi ripercussioni sui risultati del 1968, altre due cause hanno contribuito a ridurre il saldo attivo nel 1969. Il crescente ritmo dell'espansione dell'attività economica all'interno ha concorso ad aumentare il disavanzo commerciale da \$480 a 630 milioni e un mutamento nell'indirizzo della politica economica ha provocato un incremento nelle esportazioni identificate di capitali a lungo termine da \$800 a 1.100 milioni. Tenuto conto di un ulteriore aumento nell'avanzo delle partite invisibili, da \$1.025 a 1.140 milioni, il deficit delle partite correnti e del conto capitali a medio e a lungo termine identificati, è cresciuto da \$275 a 635 milioni. I movimenti di capitali non identificati hanno provocato un afflusso di \$790 milioni - un importo notevole, ma di poco superiore alla metà di quello registrato l'anno prima.

Il commercio estero è stato caratterizzato da un sensibile progresso delle importazioni e soltanto da una modesta espansione nel saggio d'incremento già elevato delle esportazioni. Le importazioni si sono ampliate del 17% contro il 9% nel 1968. Gli acquisti di materie prime e prodotti semilavorati sono cresciuti del 21% e quelli di beni di consumo e strumentali, rispettivamente, del 18 e 13%. Le esportazioni, il cui volume si è dilatato del 15%, hanno superato soltanto di un punto la percentuale toccata l'anno precedente. Le esportazioni verso i paesi EFTA sono aumentate con un ritmo meno rapido di quelle globali sia nel 1968, sia nel 1969, mentre le vendite ai paesi CEE hanno progredito più velocemente. Queste ultime sono cresciute del 18% lo scorso anno, ivi compreso un incremento del 23% nelle merci esportate in Germania. Sulla bilancia commerciale ha anche influito un deterioramento nelle ragioni di scambio del 2%. Il deficit commerciale è andato crescendo, con il procedere dell'anno, da un importo, rettificato per variazioni stagionali, di \$360 milioni, su base annuale, nel primo trimestre ad uno di \$950 milioni nel quarto trimestre. Nei primi tre mesi del 1970 le importazioni hanno subito un incremento del 31% nell'arco di un anno e il deficit commerciale è ammontato a \$1.270 milioni, su base annuale.

Come nel 1968, l'incremento dei proventi netti dalle partite invisibili è dovuto, in ampia misura, ai dividendi e interessi, che sono cresciuti di \$80 milioni, raggiungendo il livello di \$520 milioni. L'ampliamento del deflusso netto di capitali a lungo termine identificati è stato più che compensato dai prestiti bancari a non residenti per l'ammontare di \$525 milioni, che sono pertanto triplicati. La Banca nazionale è stata larga nell'autorizzare simili prestiti, allo scopo di governare la liquidità interna. In aggiunta, gli impieghi di capitali all'estero da parte dei fondi d'investimento sono cresciuti di \$80 milioni, raggiungendo il livello di \$245 milioni. D'altra parte, tanto le emissioni nette estere in Svizzera, quanto gli acquisti di azioni estere da parte di residenti svizzeri sono stati inferiori a quelli effettuati nel 1968; complessivamente hanno registrato una flessione di \$135 milioni. Approssimativamente due terzi del deflusso di capitali identificati a medio e a lungo termine sono stati compensati dai proventi netti da transazioni non identificate.

Paesi dell'Europa occidentale: Bilance dei 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 SU							
Belgio-Lussemburgo*	1968	- 265	+ 300	+ 35	- 255		- 220
	1969	- 95	+ 175	+ 80	+ 90		+ 170
Francia*	1968	- 615	- 840	- 1.455	- 710	- 1.040 ⁴	- 3.205
	1969 ⁵	- 1.450	- 680	- 2.130	+ 360	+ 90 ⁶	- 1.680
Germania	1968	+ 5.660	- 2.805	+ 2.855	- 2.880	+ 1.145	+ 1.120
	1969	+ 5.110	- 3.305	+ 1.805	- 5.965	- 30	- 4.190
Italia	1968	+ 1.045	+ 1.580	+ 2.625	- 2.040 ⁴		+ 585
	1969	+ 585	+ 1.785	+ 2.370	- 3.545		- 1.175
Paesi Bassi*	1968	- 480	+ 540	+ 60	- 155 ⁴	- 5	- 100
	1969	- 350	+ 520	+ 170	- 30	+ 10	+ 150
Totale paesi CEE . . .	1968	+ 5.345	- 1.225	+ 4.210	- 5.940		- 1.820
	1969	+ 3.800	- 1.505	+ 2.295	- 9.020		- 6.725
Austria	1968	- 540 ⁷	+ 455	- 85	+ 185	+ 15	+ 115
	1969	- 435 ⁷	+ 535	+ 100	- 25	+ 30	+ 105
Danimarca*	1968	- 300	+ 185	- 115	+ 105		- 10
	1969	- 430	+ 180	- 250	+ 175		- 75
Norvegia	1968	- 790 ⁷	+ 940	+ 150	+ 15	- 15	+ 150
	1969	- 775 ⁷	+ 870	+ 95	- 160	+ 10	- 55
Portogallo	1968	- 305	+ 350	+ 45	+ 85	+ 10 ⁸	+ 140
	1969	- 375	+ 435	+ 60	+ 5	+ 20 ⁸	+ 85
Regno Unito	1968	- 1.540	+ 800	- 740	- 215	- 350	- 1.305
	1969	- 380	+ 1.260	+ 880	+ 50	+ 435	+ 1.365
Svezia	1968	- 170 ⁷	+ 60	- 110	+ 115	- 50	- 45
	1969	- 180 ⁷	- 45	- 225	- 95	- 10	- 330
Svizzera	1968	- 480 ⁷	+ 1.025	+ 545	+ 605		+ 1.150
	1969	- 630 ⁷	+ 1.140	+ 510	- 355		+ 155
Totale paesi EFTA . . .	1968	- 4.125	+ 3.815	- 310	+ 505		+ 195
	1969	- 3.205	+ 4.375	+ 1.170	+ 80		+ 1.250
Finlandia	1968	+ 25 ⁷	+ 40	+ 65	+ 95	+ 80	+ 240
	1969	- 50 ⁷	+ 65	+ 15	+ 65	- 30	+ 50
Grecia	1968	- 765 ⁷	+ 530	- 235	+ 205	+ 65	+ 35
	1969	- 900 ⁷	+ 550	- 350	+ 205	+ 140	- 5
Irlanda	1968	- 395 ⁷	+ 340	- 55	+ 40	- 15	- 30
	1969	- 525 ⁷	+ 380	- 145	+ 160	-	+ 15
Islanda	1968	- 50	-	- 50	+ 30	+ 10	- 10
	1969	- 10	+ 5	- 5	+ 20	-	+ 15
Spagna*	1968	- 1.730	+ 1.425	- 305	+ 530	- 120	+ 105
	1969	- 2.105	+ 1.610	- 495	+ 430	- 155	- 220
Turchia	1968	- 270 ⁷	+ 45	- 225	+ 210		- 15
	1969	- 265 ⁷	+ 65	- 200	+ 160		- 40
Totale "Altri paesi" ¹ . .	1968	- 3.185	+ 2.380	- 805	+ 1.130		+ 325
	1969	- 3.855	+ 2.675	- 1.180	+ 995		- 185
Totale complessivo . . .	1968	- 1.965	+ 4.970	+ 3.005	- 4.305		- 1.300
	1969	- 3.260	+ 5.545	+ 2.285	- 7.945		- 5.660

Nota: Le bilance dei pagamenti dei paesi contra ssegnati da un asterisco sono calcolate sulla base dei conti dicassa.
¹ Compresi i trasferimenti unilaterali. ² Differenza fra il saldo delle partite correnti e il saldo globale. Include errori e omissioni. ³ Pari alle variazioni nelle attività nette ufficiali e nella posizione netta sull'estero delle banche commerciali, con l'eccezione di Regno Unito e Turchia; per il Regno Unito sono inoltre incluse le variazioni nel conto capitali vari a breve e per la Turchia comprende soltanto variazioni nelle attività nette ufficiali. ⁴ Compresi regolamenti multilaterali e aggiustamenti. ⁵ Stime provvisorie della BRI. ⁶ Compresi i pagamenti anticipati di debiti ufficiali. ⁷ Importazioni calcolate su base c.l.f. ⁸ Compresi il saldo dei territori portoghesi d'oltremare rispetto all'area non appartenente all'escudo.

Svezia. Rispetto al 1968, la bilancia dei pagamenti nel 1969 si è sensibilmente deteriorata: da un saldo passivo di \$45 milioni ad uno di \$330 milioni. Oltre metà di questa variazione è da attribuire al conto capitali, in cui il consueto afflusso netto è stato sostituito da un deflusso netto di \$105 milioni, mentre il resto è da ascrivere alle partite invisibili.

In conto capitali, il peggioramento registrato nel 1969 è dovuto a due fattori: un'inversione di tendenza negli investimenti netti diretti, da un afflusso di \$60 milioni ad un'uscita di \$90 milioni, in seguito all'acquisto, da parte di aziende svedesi, di ditte estere; e un incremento di \$35 milioni nell'uscita netta di capitali ufficiali. I movimenti di capitali sono stati assai contrastanti nelle due metà dell'anno, in quanto un deflusso netto di \$160 milioni è stato sostituito da un afflusso netto di \$50 milioni. L'uscita di fondi è stata stimolata dagli elevati saggi d'interesse che venivano corrisposti all'estero e dalla situazione in Germania, mentre il susseguente capovolgimento è da ascrivere all'adozione di misure restrittive all'interno del paese e alla soluzione del problema del DM.

In conto corrente, la caratteristica dominante è data dal deterioramento, per 105 milioni, delle partite invisibili; esse sono infatti passate da un'eccedenza di \$60 milioni ad un disavanzo di \$45 milioni. I trasferimenti unilaterali, consistenti in parte in aiuti ai paesi in via di sviluppo, sono cresciuti di \$45 milioni e il deficit del conto turismo è salito di \$35 milioni, mentre gli introiti da noli hanno subito una flessione di \$25 milioni. Il disavanzo commerciale, di \$180 milioni, è stato quasi uguale a quello del 1968, ma le importazioni e le esportazioni sono state notevolmente superiori a quelle di tale anno con saggi di espansione, rispettivamente, del 15 e 16%. In termini di volume, le importazioni sono cresciute più rapidamente delle esportazioni, ma si è avuto un miglioramento dell'1% nelle ragioni di scambio. Nel primo trimestre del 1970, essendosi le importazioni, in base alle statistiche doganali, accresciute del 21% e le esportazioni del 13%, il disavanzo commerciale ha superato di \$210 milioni quello per l'intero 1969.

Danimarca. Durante il corso del 1969 la bilancia dei pagamenti della Danimarca ha presentato piuttosto ampie fluttuazioni: i cospicui saldi passivi registrati nei primi due trimestri sono stati seguiti da una posizione di quasi equilibrio nel terzo trimestre e da una notevole eccedenza nel quarto. Nella prima metà dell'anno le partite correnti sono state passive, in seguito esclusivamente ad un cospicuo disavanzo commerciale, mentre l'avanzo registrato nel quarto trimestre è soprattutto dovuto al conto capitali. Per l'anno complessivamente, il saldo passivo si è ampliato da \$10 a 75 milioni, dato che un aumento di \$135 milioni nel deficit delle partite correnti è stato in parte compensato da un più ampio afflusso netto di capitali.

Sulla base delle statistiche doganali, nel 1969 le esportazioni hanno subito un'espansione del 14,5%. Le vendite all'estero di prodotti industriali, che contribuiscono con oltre il 60% al totale, si sono dilatate del 20%, mentre quelle di prodotti agricoli hanno conseguito un progresso di meno del 6%. In termini di corone danesi, gli acquisti all'estero sono aumentati del 18%, cioè la loro espansione è stata quasi due volte più rapida che nel 1968.

L'avanzo in conto partite invisibili, di \$180 milioni, è rimasto praticamente invariato rispetto al 1968, perchè i maggiori proventi da noli e turismo sono stati compensati da un incremento nei pagamenti netti per interessi e dividendi, nonchè negli aiuti a paesi in via di sviluppo. Il disavanzo delle partite correnti si è ampliato da \$115 a 250 milioni.

In conto capitali, l'aumento, da \$105 a 175 milioni, nell'afflusso netto di fondi è stato il risultato di numerosi fattori. I più importanti sono stati: l'incremento nel credito netto raccolto dal settore pubblico all'estero (da \$80 a 110 milioni) e la flessione nel deflusso netto di crediti commerciali da \$40 a 10 milioni. Nel primo semestre dell'anno i residenti hanno effettuato cospicui rimborsi di crediti commerciali e gli investimenti diretti all'interno del paese si sono mantenuti ad un basso livello. Alla metà dell'anno le misure più restrittive adottate dalle autorità avevano arrestato il deflusso di capitali privati e nell'ultimo trimestre, sistemato il problema del DM, vi è stato un afflusso di capitali per \$105 milioni, ivi compresi \$65 milioni di crediti commerciali concessi a residenti e \$45 milioni di investimenti diretti.

Norvegia. Nel 1969 la Norvegia ha registrato un saldo passivo nella bilancia dei pagamenti di \$55 milioni, il primo dal 1962. Questo andamento è dovuto ad ampie esportazioni di capitali. Il totale dell'uscita netta di capitali è ammontato a \$150 milioni, cioè più di quanto poteva essere coperto dal favorevole risultato delle partite correnti.

In seguito agli alti saggi d'interesse prevalenti all'estero e all'attesa della rivalutazione del DM, nei primi nove mesi dell'anno si è verificato un deflusso netto di capitali per \$225 milioni. L'uscita di capitali a lungo termine è stata di \$180 milioni, compresi cospicui rimborsi di prestiti esteri da parte di compagnie di navigazione e altri debitori ed a tutto questo si è aggiunto un deflusso di capitali a breve per \$45 milioni. Nell'ultimo trimestre, tuttavia, le misure monetarie restrittive, insieme alla reazione alla rivalutazione del DM, hanno provocato un afflusso netto di \$20 milioni in conto capitali a lungo termine e di \$55 milioni in conto capitali a breve.

L'avanzo di \$95 milioni nelle partite correnti, sebbene inferiore a quello del 1968, può essere spiegato in ampia misura con un ulteriore notevole miglioramento nel saldo del commercio di navi. Quest'ultimo aveva già assunto un andamento favorevole nel 1968, essendo passato da un deficit di \$310 milioni ad uno di \$105 milioni e, nel 1969, è stato registrato effettivamente un avanzo netto di \$90 milioni. Le esportazioni di navi (soprattutto vecchie unità), sono ammontate a \$325 milioni, cioè sono state superiori di \$50 milioni a quelle dell'anno precedente e le importazioni di navi (praticamente tutte nuove) per \$235 milioni sono state di \$145 milioni inferiori a quelle del 1968. Escluso il commercio di navi, il restante deficit è passato da \$685 a 865 milioni. Le esportazioni sono cresciute più rapidamente che nel 1968, del 13 contro il 9%; le vendite di metalli vi hanno contribuito per quasi la metà. Ma l'espansione sostenuta degli investimenti interni e dei consumi ha spinto il saggio d'incremento delle importazioni da soltanto il 4% nel 1968 al 17%. Circa il 40% del progresso registrato

lo scorso anno nelle importazioni, parte del quale si è verificato in previsione dell'introduzione alla fine dell'anno di un'imposta sul valore aggiunto, è dovuto ad attrezzature per mezzi di trasporto, macchinari e apparecchi elettrodomestici.

Lo scorso anno, l'avanzo delle partite invisibili è sceso da \$940 a 870 milioni. I guadagni netti percepiti per trasporti sono stati inferiori di \$75 milioni, in parte a causa di noli più bassi e, in parte, in seguito alla riduzione nella flotta mercantile che si riflette nell'avanzo netto del conto navi. L'eccedenza è scomparsa nel primo trimestre del 1970. Siccome, nel corso dell'anno, il deficit commerciale (escluse le navi) è cresciuto da \$155 a 235 milioni, l'avanzo di \$85 milioni delle partite correnti è stato sostituito da un disavanzo di \$15 milioni, nonostante un modesto incremento negli introiti dalle partite invisibili. Il deterioramento è stato compensato per intero da un'inversione nel conto capitali, nel quale si è passati da un'uscita netta ad un afflusso netto.

Islanda. Nel 1969 la bilancia dei pagamenti dell'Islanda ha mostrato molto chiaramente i vantaggi che ha ricavato dalla svalutazione del novembre 1968. Le esportazioni, che si erano ridotte del 31% nel 1967 e di un altro 15% nel 1968, sono cresciute del 21%. Le importazioni, che erano già scese del 13% nel 1968, sono ulteriormente diminuite del 15%. Di conseguenza, il disavanzo commerciale è passato da \$50 a 10 milioni. L'espansione nelle esportazioni è consistita in un aumento di \$10 milioni (a \$80 milioni) nelle vendite dei prodotti della pesca e nell'inizio delle esportazioni di alluminio, ammontanti a \$7 milioni. Per quanto riguarda le importazioni, gli acquisti di beni d'investimento hanno subito una notevole flessione.

Il cospicuo miglioramento del conto merci, accompagnato da un modesto incremento nei proventi netti delle partite invisibili, ha ridotto il disavanzo delle partite correnti da \$50 a 5 milioni. Questo andamento è stato parzialmente compensato da una caduta nelle importazioni nette di capitali da \$40 a 20 milioni. I prestiti pubblici netti contratti all'estero sono stati di \$10 milioni inferiori a quelli del 1968 e con la costruzione della prima fase dell'impianto per la produzione di alluminio, si è verificata anche una riduzione di \$5 milioni negli investimenti diretti. Al saldo passivo di \$10 milioni nella bilancia dei pagamenti si è pertanto sostituito un saldo attivo di \$15 milioni.

Finlandia. Come c'era da attendersi, nel 1969 l'andamento della bilancia dei pagamenti della Finlandia non è stato così favorevole come immediatamente dopo la svalutazione del 1967. Purtuttavia, nonostante un cospicuo aumento nelle importazioni, qualche riduzione nell'afflusso di capitali a lungo termine e una notevole inversione di tendenza nel conto capitali a breve, la bilancia globale ha registrato un saldo attivo di \$50 milioni.

Il conto merci ha conseguito un deficit, nel 1969, di \$50 milioni, ciò che significa un deterioramento di \$75 milioni rispetto all'anno prima. Le esportazioni sono aumentate del 21,5%, ma una sostenuta ripresa dei consumi ed investimenti interni ha accelerato ulteriormente le importazioni nella misura del 26,5%, mentre nel 1968 tali acquisti si erano ridotti del 5%. Sono stati registrati sensibili

incrementi, del 6 e 8%, nei valori unitari, rispettivamente, delle esportazioni e delle importazioni, di modo che il volume delle esportazioni è aumentato del 15% e quello delle importazioni del 19%. I prodotti del legno e della carta hanno contribuito con il 43% all'espansione nel valore delle esportazioni e i prodotti metalmeccanici con un altro 30%. Per quanto riguarda le importazioni, i beni strumentali hanno partecipato con il 40% ed i beni per la produzione con il 37% all'aumento dello scorso anno. Siccome nel primo trimestre del 1970 importazioni ed esportazioni hanno continuato a crescere di circa il 20%, il disavanzo commerciale, pari a \$55 milioni, è stato uguale a quello dell'anno prima.

Nel 1969 i proventi netti dalle partite invisibili sono cresciuti di \$25 milioni (a \$65 milioni), per cui le partite correnti hanno ancora registrato un modesto avanzo di \$15 milioni. L'eccedenza netta in conto trasporti è cresciuta di \$10 milioni e l'annullamento di \$20 milioni del debito relativo alla guerra, che la Finlandia deve alla Svezia, ha provocato un miglioramento corrispondente nel saldo dei trasferimenti unilaterali.

L'afflusso di capitali esteri a lungo termine è ammontato a \$65 milioni, ossia \$30 milioni meno che nel 1968. Molto più significativa è stata l'inversione di tendenza nel conto capitali a breve, che da un afflusso di \$80 milioni nel 1968 è passato a un'uscita netta di \$30 milioni. Come in numerosi altri paesi europei, e per le stesse ragioni, nel secondo e terzo trimestre dell'anno si sono verificati cospicui deflussi di fondi a breve, che sono stati compensati, in parte, da un'entrata di capitali nell'ultimo trimestre.

Portogallo. Come mostrano i dati relativi ai movimenti monetari, nel 1969 il saldo attivo della bilancia dei pagamenti del Portogallo (compreso il saldo dei territori portoghesi d'oltremare rispetto all'area non appartenente all'escudo) si è ridotto da \$140 a 85 milioni. Per quanto riguarda l'area metropolitana, da sola, l'afflusso netto di capitali privati a medio e lungo termine, che era andato riducendosi negli anni recenti, è sceso da \$70 milioni a zero. I crediti finanziari ottenuti dall'estero sono stati minori ed i rimborsi maggiori che nel 1968, sicchè questo conto ha registrato un deflusso netto di \$20 milioni, invece di un'entrata netta di \$25 milioni che era affluita nel 1968. Il saldo dei crediti commerciali ha pure presentato una variazione, di \$20 milioni, da un'entrata ad un'uscita.

L'avanzo delle partite correnti rispetto agli altri paesi è migliorato in modesta misura, da \$45 a 60 milioni. Le rimesse dei lavoratori all'estero sono cresciute del cospicuo importo di \$130 milioni, il quale ha più che compensato una flessione di \$45 milioni negli introiti dal turismo e un incremento di \$70 milioni nel disavanzo commerciale: da \$305 a 375 milioni. Le importazioni, sulla base delle statistiche doganali, che nel 1968 erano rimaste praticamente invariate, sono aumentate del 20%. Una parte notevole dell'espansione è consistita in più ampi acquisti di metalli, macchinari e attrezzature per trasporti. Le importazioni di prodotti agricoli — per colmare le deficienze del raccolto — hanno subito un incremento considerevole. Anche il saggio d'espansione delle esportazioni si è accelerato, sebbene meno rapidamente, e precisamente dal 7 al 12%.

Spagna. Nel 1969, la bilancia dei pagamenti della Spagna è diventata passiva. La bilancia commerciale si è deteriorata e l'afflusso netto di capitali a lungo termine è stato inferiore a quello del 1968. Questi sviluppi sfavorevoli sono stati in parte compensati da un ulteriore miglioramento dei proventi dalle partite invisibili, di modo che la bilancia di base è passata da un avanzo di \$225 milioni ad un deficit di \$65 milioni. In aggiunta, si è verificato un deflusso di capitali a breve per \$155 milioni, che ha portato il saldo passivo a \$220 milioni.

Il deficit delle partite correnti, al livello di \$500 milioni, ha superato di circa \$200 milioni quello del 1968, in quanto soltanto circa la metà del deterioramento di \$375 milioni nel saldo commerciale è stato compensato da un miglioramento nel conto servizi. Questo andamento è dovuto soprattutto ad un aumento degli introiti dal turismo e dalle rimesse dei lavoratori all'estero, che sono cresciuti, rispettivamente, di \$140 e 105 milioni. Il più cospicuo disavanzo commerciale ha rispecchiato in primo luogo l'effetto sulle importazioni della forte ripresa della domanda interna. Tuttavia, le voci circa una svalutazione hanno provocato termini di pagamento sfavorevoli in ottobre e novembre, per cui nel dicembre è stato introdotto un sistema di depositi sulle importazioni. Nel 1969, le importazioni sono aumentate del 20% sulla base delle statistiche doganali e in termini di valore, mentre l'anno prima avevano subito un'espansione di soltanto l'1%. Gli acquisti di materie prime e prodotti semilavorati sono cresciuti, rispettivamente, del 28 e 38% e quelli di beni strumentali del 17%. Le importazioni di generi alimentari e di prodotti agricoli, che nel 1968 erano diminuite del 12%, lo scorso anno si sono ampliate del 13%. Contemporaneamente si è accelerato anche il progresso delle esportazioni, salendo a quasi il 20%. Poco meno della metà di quest'ultimo incremento è occorso negli scambi con i paesi CEE e gran parte della rimanenza ha avuto luogo in quelli con paesi extra-europei e gli Stati Uniti. Il volume delle vendite all'America del Nord è stato lievemente inferiore a quello del 1968. Nel primo trimestre del 1970 l'espansione delle esportazioni è rallentata al 16,5%, mentre quella delle importazioni si è accelerata al 23,5%; il deficit commerciale è salito a \$600 milioni contro \$450 milioni l'anno prima.

Nel 1969, la flessione nell'afflusso di capitali a lungo termine da \$530 a 430 milioni si è verificata soprattutto nel settore pubblico, in cui il credito netto ricevuto dall'estero è sceso da \$130 a 25 milioni. In conto capitali privati l'afflusso netto è stato perciò all'incirca uguale a quello del 1968, dato che gli introiti netti da investimenti diretti e immobiliari sono stati maggiori e quelli dagli investimenti in titoli e dai prestiti esteri minori.

IV. ORO, RISERVE MONETARIE E TASSI DI CAMBIO.

Produzione aurifera, mercati dell'oro e riserve auree.

Per il quarto anno consecutivo la produzione aurifera mondiale ha presentato variazioni assai modeste. La produzione di oro SU, che nei due anni precedenti era stata negativamente influenzata dagli scioperi nell'industria estrattiva del rame, si è ripresa nel 1969 con un aumento di 255.000 once; la produzione del Sud Africa è salita di circa 110.000 once. Tali incrementi sono stati peraltro praticamente annullati dalla continua flessione nella produzione aurifera del Canada e dell'Australia.

Produzione mondiale di oro.

Paesi	1929	1940	1946	1953	1965	1966	1967	1968	1969
peso, in migliaia di once di fino									
Sud Africa	10.412	14.046	11.927	11.941	30.540	30.869	30.535	31.169	31.276
Canada	1.928	5.333	2.849	4.056	3.606	3.319	2.986	2.688	2.434
Stati Uniti	2.059	4.870	1.575	1.958	1.705	1.803	1.584	1.478	1.733
Ghana	206	886	586	731	782	684	767	727	707
Australia	427	1.644	824	1.078	878	917	905	786	700
Filippine	163	1.121	1	481	437	454	491	527	540
Giappone	298	405	43	228	265	254	253	238	253
Colombia	137	632	437	437	319	281	258	240	219
Messico	655	883	420	483	216	214	165	177	181
Totale	18.287	29.820	18.662	21.390	38.748	38.795	37.844	38.030	38.049
Altri paesi ¹	2.053	7.640	2.768	2.970	2.392	2.405	2.316	2.440	2.437
Produzione mondiale (stima) ²	18.340	37.460	21.430	24.260	41.140	41.200	40.160	40.470	40.480
milioni di dollari SU									
Stima della produzione mondiale a \$35 per oncia di fino	640 ²	1.310	750	850	1.440	1.440	1.405	1.415	1.415

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 \$380 milioni.

Nel Sud Africa le tendenze della produzione, assai divergenti a seconda che si tratti di zone minerarie di più o meno recente apertura, hanno caratterizzato anche il 1969. Nelle aree minerarie di più recente sfruttamento la produzione è salita di 530.000 once sino a raggiungere 26,9 milioni di once, mentre nelle altre miniere sudafricane essa è ulteriormente scesa di 420.000 once sino a 4,4 milioni di once. Grazie al considerevole premio del prezzo del mercato libero su quello ufficiale, ed ai cospicui quantitativi di oro che le autorità hanno potuto collocare sul mercato a quel prezzo, il 1969 è stato per le industrie estrattive aurifere del Sud Africa un'annata veramente favorevole. Il ricavo medio per oncia di oro è salito da \$35,4 nel 1968 a \$37,1, e, nonostante una lieve flessione nel

contenuto aurifero medio del minerale trattato, ed un modesto aumento dei costi per tonnellata di minerale trattato, il profitto per oncia di oro è salito da \$13,3 a \$14 (esclusi gli utili relativi all'uranio). I profitti globali, inclusi i premi per vendite speciali non conteggiati nei dati sopra indicati, sono aumentati da \$410 a 457 milioni.

Calcolata a \$35 per oncia di fino, nel 1969 la produzione globale di oro del mondo occidentale è ammontata a un importo pari a \$1.415 milioni. A partire dal 1965 non sono più state registrate vendite di oro russo.

Per quanto riguarda l'assorbimento della produzione di oro nuovo, la caratteristica da esso presentata nel 1969 è il cospicuo incremento della quantità di oro venduto sul mercato libero rispetto a quello ceduto negli ultimi nove mesi del 1968. Dalla sospensione, nel marzo 1968, del funzionamento del Consorzio dell'oro, le variazioni nella quantità di oro venduto sul mercato sono dipese soprattutto dall'offerta di metallo proveniente dal Sud Africa. Data la stabilità della produzione sudafricana, questa offerta dipende, a sua volta, dall'andamento della bilancia dei pagamenti del Sud Africa e dal volume delle vendite di metallo da parte di questo paese a detentori ufficiali. Nei nov mesi successivi alla sospensione del funzionamento del Consorzio dell'oro, le riserve del Sud Africa sono cresciute di \$500 milioni, importo che corrisponde circa al 60% della produzione corrente di metallo di questo paese. In seguito, soprattutto, al deterioramento che la bilancia dei pagamenti del Sud Africa ha subito, nel 1969 essa ha venduto non soltanto l'intera produzione corrente di oro, ma anche \$130 milioni di metallo prelevato dalle sue riserve ufficiali. Di conseguenza, e nonostante gli ininterrotti acquisti di metallo nel Sud Africa, da parte di detentori ufficiali esteri, si valuta che l'ammontare globale dell'oro ceduto sul mercato sia passato da \$390 milioni negli ultimi nove mesi del 1968 a \$1.305 milioni nel 1969, ossia dal 37 al 92% della produzione corrente mondiale. Si ritiene che nel 1966, l'ultimo anno intero prima dell'insorgenza della crisi dell'oro del 1967-68, l'assorbimento di oro per usi non monetari abbia toccato il livello di \$1.410 milioni. Sebbene non siano disponibili dati precisi relativi al consumo di oro da parte dell'industria e delle arti, l'importo di oro nuovo venduto sul mercato durante il 1969 mette in evidenza che gli averi in oro detenuti da privati sono alquanto cresciuti nel corso dell'anno.

Usi dell'oro (stime).

Voci	1968	1969				Anno
	(aprile-dicembre)	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
	milioni di dollari SU					
Variazioni nelle riserve del Sud Africa	500	125	— 105	— 170	20	— 130
Variazioni negli averi di detentori ufficiali del mondo occidentale (escluso il Sud Africa)	170	20	25	105	90	240
Importo venduto sul mercato libero*	390	200	430	430	245	1.305
Totale (= produzione di oro) . . .	1.060	345	350	365	355	1.415

* Residui.

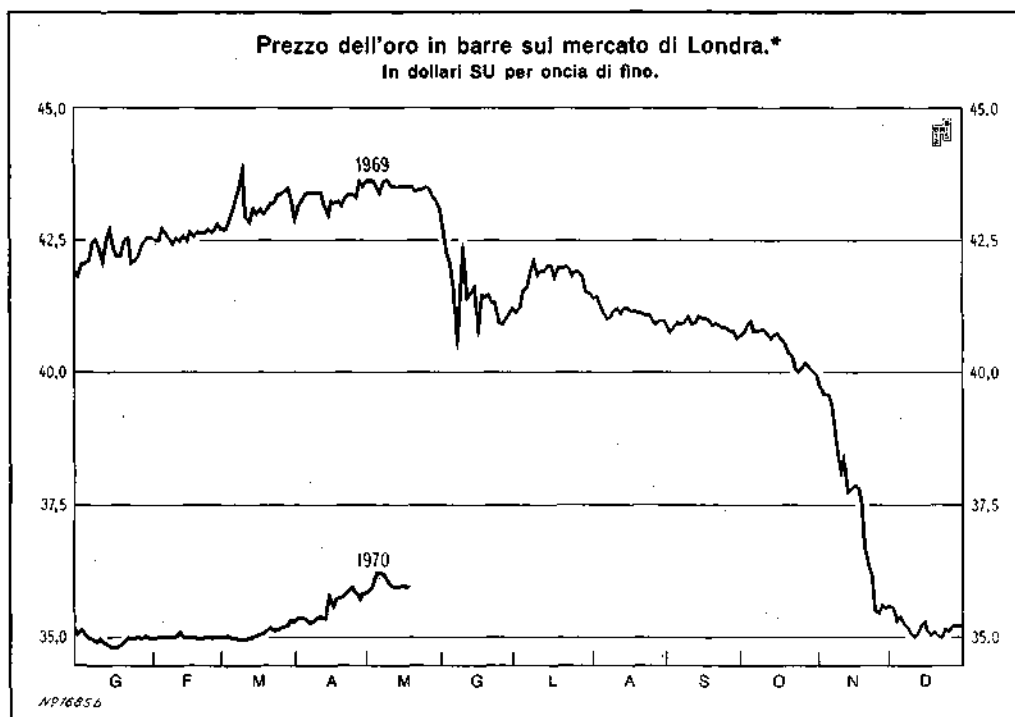
Durante il 1969 la quantità di oro nuovo, che è affluita alle riserve ufficiali del mondo occidentale (escluso il Sud Africa), è ammontata ad un importo pari a \$240 milioni. L'incremento è dovuto ad un rimborso in oro di \$50 milioni effettuato dal Sud Africa al FMI in seguito ad un prelievo che questo paese aveva compiuto nell'aprile 1969, e alla conversione in oro presso la Banca di Riserva del Sud Africa di \$110 milioni in valuta sudafricana, prelevati presso il Fondo da altri paesi.

Per quanto riguarda l'andamento dei prezzi sul mercato libero dell'oro, il 1969 ha iniziato con un "fortissimo" per terminare con un "pianissimo". All'inizio dell'anno, l'oro sul mercato di Londra, al momento della "determinazione", veniva quotato a circa \$42 per oncia; la tendenza al rialzo si è protratta sino alla fine di aprile, quando il prezzo ha raggiunto \$43,6. Sul lato della domanda, la situazione era condizionata dalle incertezze monetarie, soprattutto da quelle concernenti il franco francese. Difatti, la minaccia di nuove perturbazioni sociali in Francia aveva in un determinato giorno di marzo spinto il prezzo ad una punta di \$43,8 e la situazione creatasi in seguito alle dimissioni del Generale de Gaulle sono state in ampia misura responsabili della fermezza del prezzo dell'oro alla fine di aprile. Sul lato dell'offerta, considerando i primi quattro mesi del 1969 globalmente, il fattore fondamentale è stato il livello relativamente basso delle vendite sudafricane.

A partire da maggio, le vendite di oro da parte del Sud Africa (in maggioranza, ma non interamente, al mercato) hanno incominciato a superare la produzione corrente. Nonostante la persistente sostenutezza della domanda privata, parzialmente dovuta agli operatori in oro, tale fatto ha provocato una certa immediata flessione del prezzo dell'oro, in una situazione caratterizzata dall'ulteriore assenza di acquirenti ufficiali. Ciò ha anche contribuito indirettamente a provocare un notevole ribasso delle quotazioni all'inizio di giugno, quando la domanda è rallentata a causa delle aspettative di ulteriori cospicue vendite sudafricane e della più tranquilla situazione politica in Francia, nonché dei livelli dei saggi d'interesse estremamente elevati che allora era possibile ottenere sul mercato dell'eurodollaro.

Successivamente il prezzo del mercato libero si è ripreso dal minimo di \$40,6 all'inizio di giugno ed è salito a quasi \$42 intorno alla metà di luglio. Poi, verso la fine di questo mese, l'annuncio del Gruppo dei dieci che era stato raggiunto l'accordo sulla creazione dei DSP è stato seguito da un nuovo ribasso nelle quotazioni. All'inizio di agosto il prezzo era di \$41, livello al quale è rimasto molto vicino fino alla metà di ottobre, quando ha incominciato a diminuire fortemente, toccando il minimo di \$34,75 intorno alla metà di gennaio 1970.

La marcata diminuzione del prezzo sul mercato dell'oro durante il quarto trimestre non è stata una conseguenza delle vendite sudafricane correnti. Al contrario, l'importo globale di oro nuovo trattato negli ultimi tre mesi del 1969 è stato di alquanto inferiore al 60% di quello venduto sia nel secondo trimestre, che nel terzo. Il fenomeno è piuttosto dovuto al fatto che numerosi elementi hanno concorso a ridurre sensibilmente la domanda netta, fra cui la ratificazione e la futura attivazione dei DSP, la variazione delle parità monetarie in Francia e in



Germania, il miglioramento della posizione della sterlina e il continuo elevato livello dei saggi d'interesse per l'eurodollaro.

Alla fine dell'anno è stato raggiunto un accordo sulla politica del FMI in merito agli acquisti di oro dal Sud Africa. In base a tale accordo, il Fondo si è impegnato a quanto segue: 1) ad acquistare dal Sud Africa, a \$35 per oncia (meno una commissione), qualsiasi quantità di oro di nuova produzione, perchè il paese possa soddisfare il suo normale fabbisogno di valute, ogni qualvolta il prezzo dell'oro sul mercato libero scenda a \$35 per oncia o al disotto di questo livello; 2) ad acquistare, a prescindere dal prezzo sul mercato libero, oro nella misura in cui il fabbisogno di valute estere del Sud Africa superi, in un periodo semestrale, ciò che potrebbe ricavare dalla vendita di tutta la sua produzione corrente; 3) ad acquistare, fino all'importo di \$35 milioni per trimestre, l'oro detenuto dal Sud Africa il 17 marzo 1968, meno le vendite successive effettuate ad autorità monetarie.

Da parte sua, il Sud Africa si è impegnato a vendere la sua produzione corrente di oro in "modo ordinato" sul mercato per soddisfare interamente le sue necessità relative ai pagamenti correnti. A questo proposito il Sud Africa ha dichiarato che "non si propone di fare ricorso a prestiti esteri in forme inconsuete o non tradizionali o ad altre transazioni speciali" che potrebbero influire sull'importo di nuovo oro la cui vendita risultasse necessaria, allo scopo di soddisfare il suo fabbisogno relativo ai pagamenti correnti. Inoltre, nel vendere oro fuori del mercato, le autorità sudafricane "si propongono in pratica di offrirlo, di norma, al Fondo".

Riassumendo, gli accordi hanno effettivamente fissato un minimo di \$35 per oncia di fino (meno la commissione del Fondo, dello 0,25%) al prezzo che il Sud Africa riceverà per il suo oro, ma non al prezzo di mercato. Difatti, per alcuni giorni nel gennaio 1970, il prezzo di mercato è sceso di 25 cents al disotto di \$35 per oncia. Da fine gennaio a metà marzo le quotazioni si sono aggirate intorno alla parità ufficiale, per salire a \$36,2 per oncia ai primi di maggio. Durante i primi tre mesi del 1970, il Fondo ha acquistato oro dal Sud Africa per circa \$285 milioni, ammontare approssimativamente uguale alla produzione del trimestre. Siccome le riserve auree del Sud Africa si sono ridotte di \$115 milioni durante i primi tre mesi dell'anno corrente, essa deve aver venduto press'a poco un importo uguale sul mercato.

Dopo essere diminuite di \$2.325 milioni nei tre anni precedenti, nel 1969 le riserve auree ufficiali del mondo occidentale sono cresciute di \$110 milioni, raggiungendo il livello di \$41.015 milioni. Nell'ambito di questa modesta variazione globale, si sono verificati movimenti piuttosto ampi nelle riserve auree di alcuni paesi.

Riserve mondiali di oro.

Paesi o aree	Variazioni nel			Avari a fine 1969
	1967	1968	1969	
milioni di dollari SU				
Stati Uniti	- 1.170	- 1.175	+ 970	11.860
Regno Unito	- 650	+ 185	- 5	1.470
Altri paesi dell'Europa occidentale	+ 150	- 660	- 755	19.670
Belgio	- 45	+ 45	- 5	1.520
Danimarca	-	+ 10	- 25	90
Francia	- 5	-1.355	-330	3.545
Germania	- 65	+ 310	-460	4.080
Irlanda	-	+ 55	- 40	40
Italia	- 15	+ 525	+ 35	2.955
Paesi Bassi	- 20	- 15	+ 25	1.720
Portogallo	+ 55	+ 155	+ 20	875
Svezia	-	+ 20	-	225
Svizzera	+ 250	- 465	+ 20	2.640
Altri paesi	- 5	+ 55	+ 5	1.980
Canada	- 30	- 150	+ 10	870
Giappone	+ 10	+ 20	+ 60	415
America latina	+ 20	+ 35	+ 55	1.090
Medio Oriente	+ 95	+ 270	- 35	1.055
Altri paesi dell'Asia	+ 60	+ 40	- 20	730
Altri paesi dell'Africa	+ 95	+ 740	- 90	1.535
Sud Africa	- 55	+ 660	- 130	1.115
Altri paesi	+ 20	+ 125	+ 5	435
Totale per tutti i paesi . . .	- 1.400	- 570	+ 195	39.130
Istituzioni internazionali . . .	- 180	- 130	- 85	1.685
BRI	- 200	+ 275	- 130	-480
Fondo europeo	- 10	- 10	+ 25	55
FMI	+ 30	- 395	+ 20	2.310
Totale complessivo . . .	- 1.580	- 700	+ 110	41.015

Il maggiore incremento delle riserve auree è stato registrato dagli Stati Uniti. In seguito ad acquisti per \$1.170 milioni e vendite per \$200 milioni, gli averi in oro di questo paese, dopo aver subito massicce perdite nel 1967 e 1968, sono aumentati di \$970 milioni, toccando l'importo di \$11.860 milioni. Sono stati effettuati acquisti dalla Germania per \$500 milioni, dalla Francia per \$325 milioni e dalla BRI per \$200 milioni.

A prescindere dagli Stati Uniti, gli incrementi nelle riserve auree dei singoli paesi sono stati assai modesti in cifre assolute, ma in alcuni casi abbastanza cospicui in rapporto agli averi globali in oro dei paesi medesimi. Per esempio, le riserve auree del Giappone sono cresciute di \$60 milioni, sicchè hanno raggiunto l'importo di \$415 milioni, quelle della Repubblica democratica del Congo sono aumentate di \$42 a 55 milioni e quelle dell'Argentina di \$25 a 135 milioni.

Le maggiori perdite nelle riserve auree ufficiali sono state registrate da Germania, Francia e Sud Africa. Gli averi in oro della Germania hanno subito una flessione di \$460 milioni, scendendo a \$4.080 milioni, mentre quelli della Francia si sono ridotti di \$330 milioni, cioè sono scesi a \$3.545 milioni, ossia di quasi \$1.700 milioni inferiori rispetto alla punta toccata nel 1966-67. La riduzione di \$130 milioni nelle riserve auree del Sud Africa, ad un totale di \$1.115 milioni, ha fatto seguito a un'espansione di \$660 milioni nel 1968. In contrasto con questi tre paesi, nei quali le perdite di oro sono state la conseguenza dell'andamento delle bilance dei pagamenti, vi sono stati due paesi in cui la riduzione piuttosto cospicua degli averi in oro è stata accompagnata da un aumento delle riserve globali, ciò che indica il loro minore interesse per l'oro. Le riserve globali dell'Irlanda sono cresciute di \$145 milioni, mentre i suoi averi in oro si sono ridotti della metà, scendendo a \$40 milioni e le riserve auree del Kuwait sono diminuite di \$35 milioni, passando a \$85 milioni, mentre le sue riserve globali hanno subito un lieve incremento, salendo a \$180 milioni.

Per quanto riguarda le istituzioni internazionali, la posizione negativa in oro a pronti della BRI è passata da \$130 a 480 milioni durante il 1969. Essa è diminuita di \$65 milioni nel primo trimestre, quando si sono verificate inversioni nelle operazioni di fine anno ed è migliorata di \$195 milioni nell'ultimo trimestre, quando la Banca ha ceduto \$200 milioni di oro al Tesoro SU. Nonostante vendite di oro per \$150 milioni a paesi membri, in connessione con i prelievi effettuati da Francia e Regno Unito, le riserve auree del FMI hanno registrato un modesto incremento di \$20 milioni.

Dalle prime indicazioni sembra si possa stimare che le riserve mondiali di oro sono aumentate di \$205 milioni durante il primo trimestre del 1970. Si stima che le riserve auree dei paesi siano salite di \$20 milioni e quelle delle istituzioni internazionali di \$185 milioni. La quota in oro del FMI è aumentata di \$200 milioni, essendo stati gli acquisti di \$285 milioni dal Sud Africa compensati in parte da vendite per complessivi \$100 milioni a dodici altri paesi membri. Le variazioni intervenute durante il trimestre negli averi in oro dei singoli paesi comprendono riduzioni di \$115 e 40 milioni nelle riserve, rispettivamente, del Sud Africa e dell'Iraq, e aumenti di \$55 e 45 milioni in quelle del Giappone e degli Stati Uniti.

Riserve globali.

Dopo aumenti di \$1,7 e 2,9 miliardi conseguiti, rispettivamente, nel 1967 e 1968, per il 1969 le riserve globali dei paesi, e cioè totale delle riserve auree più riserve valutarie più posizioni di riserva nel Fondo quali risultano dai dati pubblicati dal FMI, hanno presentato soltanto un modestissimo incremento di \$0,1 miliardi. Contemporaneamente si è notato un notevole mutamento nella composizione della variazione globale. Il totale delle riserve auree dei paesi, le quali avevano subito perdite tanto nel 1967 che nel 1968, in seguito alle vendite sul mercato effettuate dal Consorzio dell'oro (parzialmente compensate nel 1968 dall'accumulazione di oro nelle riserve del Sud Africa), è cresciuto di \$0,2 miliardi nel 1969. Ancora più sorprendente è il fatto che le riserve valutarie, le quali erano aumentate assai sensibilmente nei due anni precedenti, si sono lievemente ridotte: di \$0,3 miliardi.

Esaminata per gruppi di paesi, la modestissima espansione delle riserve globali, conseguita nel 1969, è dovuta interamente ad avvenimenti verificatisi nei paesi sviluppati. Difatti, le riserve dei paesi in via di sviluppo sono aumentate

Variazioni nelle riserve globali, 1967-69.

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva nel FMI	Totale
	milioni di dollari SU			
Tutti i paesi				
1967	- 1.400	+ 3.650	- 585	+ 1.665
1968	- 570	+ 2.725	+ 740	+ 2.895
1969	+ 195	- 290	+ 240	+ 145
Gruppo dei dieci				
1967	- 1.740	+ 3.080	- 480	+ 860
1968	- 2.060	+ 2.080	+ 465	+ 485
1969	+ 310	- 1.585	+ 135	- 1.140
Altri paesi sviluppati				
1967	-	+ 100	- 125	- 25
1968	+ 965	+ 135	+ 180	+ 1.280
1969	- 160	+ 75	+ 85	-
Paesi in via di sviluppo				
1967	+ 340	+ 470	+ 20	+ 830
1968	+ 525	+ 510	+ 95	+ 1.130
1969	+ 45	+ 1.220	+ 20	+ 1.285
Gruppo dei dieci, esclusi Stati Uniti e Regno Unito				
1967	+ 80	+ 1.810	- 575	+ 1.315
1968	- 1.070	+ 1.350	- 405	- 125
1969	- 655	- 950	- 900	- 2.505
Regno Unito				
1967	- 650	+ 245	-	- 405
1968	+ 185	- 455	-	- 270
1969	- 5	+ 110	-	+ 105
Stati Uniti				
1967	- 1.170	+ 1.025	+ 95	- 50
1968	- 1.175	+ 1.185	+ 870	+ 880
1969	+ 970	- 745	+ 1.035	+ 1.260

in misura lievemente superiore che nel 1968 e, precisamente di \$1,3 contro 1,1 miliardi, sebbene, in contrasto con quanto è accaduto nel 1968, l'incremento sia stato registrato quasi per intero nelle riserve valutarie.

Per quanto riguarda i paesi sviluppati, l'aumento delle riserve del gruppo degli "Altri paesi sviluppati" si è ridotto dal 1968 al 1969, da \$1,3 miliardi a zero. La principale causa di questo fenomeno è da attribuire alla bilancia dei pagamenti del Sud Africa che da attiva è diventata passiva.

E' nei paesi del Gruppo dei dieci che i divari nell'andamento delle riserve verificatisi nel 1968 e 1969 sono i più marcati. Le riserve auree di questi paesi, dopo essere diminuite, nel 1968, di poco più di \$2 miliardi, lo scorso anno sono salite di \$0,3 miliardi. E le loro riserve valutarie, che nel 1968 erano cresciute in misura appena sufficiente per compensare la perdita di oro, lo scorso anno si sono ridotte di \$1,6 miliardi. Gli averi ufficiali in valute degli Stati Uniti hanno subito una flessione di \$0,7 miliardi, quelli del Regno Unito hanno presentato un modesto incremento di \$0,1 miliardi, e negli altri paesi del Gruppo le riserve valutarie sono calate di \$1 miliardo. Le riserve valutarie della Germania, da sole, hanno registrato una contrazione di \$1,1 miliardi e le riduzioni meno importanti che si sono verificate negli averi valutari del Canada e dell'Italia sono state più che compensate da aumenti conseguiti in quelli del Belgio e del Giappone.

La ragione in parte per cui, durante il 1969, le riserve globali sono cresciute in misura assai minore, sta nel fatto che le posizioni di riserva nel FMI sono migliorate soltanto di \$0,2 miliardi, mentre nel 1968 si erano dilatate di \$0,7 miliardi. Ciò non è stata la conseguenza di una cospicua flessione nel ricorso netto al Fondo da parte dei paesi membri, ma rispecchia piuttosto il fatto che un'importante aliquota dei prelievi netti effettuati nel 1969 è dovuta a tre paesi europei - Germania, Belgio e Danimarca - i quali hanno tutti eseguito prelievi dalle loro posizioni di riserva nel Fondo e non dalla "tranche" di credito di cui dispongono presso il Fondo. Il risultato è stato che i loro prelievi non hanno provocato alcun

Composizione delle variazioni nelle riserve globali.

Voci	1967	1968	1969
	milioni di dollari SU		
Variazioni nelle riserve globali	+ 1.665	+ 2.895	+ 145
Oro	- 1.400	- 570	+ 195
Posizioni di riserva FMI	- 585	+ 740	+ 240
composte da: sottoscrizioni in oro	+ 35	+ 50	+ 30
prelievi di paesi membri dalla "tranche" di credito	- 620	+ 690	+ 210
Valute estere derivanti da transazioni speciali	+ 5.030	+ 4.170	- 2.590
obbligazioni non negoziabili del governo SU	+ 420	+ 1.850	- 450
facilitazioni delle banche centrali (stime)	+ 4.120	+ 2.320	- 2.140
portafoglio titoli in dollari del Regno Unito	+ 490	-	-
Altre valute estere (residuo)	- 1.380	- 1.445	+ 2.300

aumento nella consistenza globale delle posizioni di riserva nel Fondo, ma soltanto uno spostamento di tali posizioni dai paesi che hanno effettuato i prelievi a quelli le cui valute sono state prelevate.

Il fattore principale che nel 1969 ha impedito alle riserve globali di accrescersi in misura più soddisfacente è dato tuttavia dalla modesta riduzione nelle riserve valutarie complessive che si è verificata durante l'anno. E la ragione di ciò sono state le operazioni inverse assai pronunciate nelle transazioni speciali fra autorità monetarie, le quali erano state la fonte dei cospicui incrementi delle riserve valutarie registrati nel 1967 e 1968. Difatti, la "cancellazione" di riserve valutarie, provocata nel 1969 dal rimborso dei crediti delle banche centrali, può essere valutata a \$2,1 miliardi. Occorre ricordare, a questo proposito, che l'assistenza ricevuta dagli Stati Uniti o rimborsata ad essi da altri paesi ha un duplice effetto sulle statistiche relative alle riserve, dato che vengono registrati tanto i dollari ricevuti o rimborsati dal debitore, quanto le corrispondenti variazioni nelle riserve SU.

Il fatto che nel 1969 le riserve globali non siano state in grado di aumentare sensibilmente ha, pertanto, coinciso con uno sviluppo delle riserve auree e di quelle valutarie più normale di quanto era avvenuto in alcuni degli anni precedenti. In questo senso, è stato quindi un mutamento per il meglio. Contemporaneamente, però, si è resa evidente la mancanza di un meccanismo quasi automatico per assicurare una regolare espansione delle riserve globali. I diritti speciali di prelievo, introdotti il 1° gennaio 1970, dovrebbero contribuire a colmare questa lacuna.

Attivazione dei diritti speciali di prelievo.

L'istituzione dei diritti speciali di prelievo (DSP) è potenzialmente il più importante nuovo orientamento del sistema monetario dai tempi di Bretton Woods, sebbene il suo effetto sulla situazione monetaria internazionale sia meno immediato di quello provocato dalle variazioni nella posizione esterna di taluni grandi paesi, descritte nel capitolo I. L'emendamento agli Articoli dell'Accordo concernente il FMI, con il quale è stata istituita la facilitazione dei DSP, è entrato in vigore il 28 luglio 1969, in seguito alla sua accettazione da parte della maggioranza di tre quinti dei paesi membri del Fondo, rappresentanti i quattro quinti dei voti complessivi. All'assemblea generale del Fondo, tenutasi nell'ottobre 1969, è stato deciso di procedere ad una prima attivazione della facilitazione per un importo complessivo di \$9,5 miliardi nel triennio 1970-72; nel 1970 verranno assegnati DSP per \$3,5 miliardi, e altri \$3 miliardi in ciascuno dei due anni successivi. Difatti, il 1° gennaio 1970 DSP equivalenti a circa \$3,4 miliardi sono stati assegnati a 104 paesi membri del Fondo.

La decisione di attivare i DSP ha rispecchiato l'accordo generale circa la necessità di un aumento nelle riserve globali. Quale prova di questo fabbisogno sono stati citati due indicatori: il crescente ricorso negli anni recenti da parte dei paesi a restrizioni sulle transazioni internazionali, soprattutto, ma non esclusivamente, nel settore di quelle in conto capitali; e il crescente ricorso alle facilitazioni creditizie internazionali per finanziare squilibri nelle bilance dei pagamenti e sostenere l'espansione delle riserve.

Il sistema dei DSP prevedeva che, in aggiunta al giudizio relativo alla necessità di aumentare le riserve globali, la decisione di attivare la facilitazione avrebbe dovuto tener conto, in base a considerazioni speciali, tanto del "raggiungimento di un migliore equilibrio nell'andamento della bilancia dei pagamenti", quanto della "probabilità di un migliore funzionamento del processo di aggiustamento nel futuro". Queste considerazioni facevano riferimento particolarmente ai persistenti saldi passivi dei conti con l'estero degli Stati Uniti e del Regno Unito. Quantunque nell'estate del 1969 non fosse chiaro se questi paesi potessero conseguire un equilibrio migliore nei loro pagamenti esterni, si era generalmente dell'opinione che i loro sforzi per raggiungere tale meta non sarebbero stati indeboliti dall'assegnazione iniziale di DSP. Inoltre, tutti si trovarono d'accordo nel riconoscere che quando i conti con l'estero di tali paesi si fossero avviati effettivamente verso un migliore equilibrio, i loro sforzi sarebbero stati ostacolati, qualora altri paesi fossero stati costretti ad adottare misure difensive a causa del mancato aumento delle riserve globali. A questo proposito è significativo che soltanto pochi paesi erano disposti ad accettare una cospicua riduzione nelle riserve monetarie. Queste osservazioni hanno portato alla conclusione che sarebbe stato conveniente, dal punto di vista sia del conseguimento di un migliore equilibrio nella bilancia dei pagamenti, sia di un migliore funzionamento del processo di aggiustamento, di procedere presto all'assegnazione dei DSP. Ma i dubbi, che ancora rimanevano in merito alla realizzazione di questi scopi, hanno fatto sì che, come base per il funzionamento del sistema sia stato scelto un periodo di tre anni invece che di cinque, come è normalmente previsto. Ciò significa che si procederà più presto al riesame delle conseguenze pratiche delle operazioni relative ai DSP e verrà offerta l'opportunità di apportare le modificazioni che potranno sembrare opportune.

L'assegnazione complessiva di DSP per \$9,5 miliardi durante il primo periodo ha rappresentato un compromesso fra diverse opinioni. Sono state formulate ipotesi circa il futuro fabbisogno di riserve, nonché sulla misura in cui esso potrà venire soddisfatto con l'incremento delle tradizionali attività di riserva. Tuttavia, non soltanto sono risultati evidenti i rischi di simili calcoli, ma è sorta anche qualche divergenza su ciò che occorre intendere per fabbisogno globale. Gli importi sui quali ci si è finalmente accordati hanno tenuto conto non soltanto del parere di coloro che ritenevano che l'aumento delle riserve è da qualche tempo inadeguato, e pertanto erano propensi a mettere a disposizione cospicue assegnazioni iniziali, ma anche di chi ha esortato a prendere un atteggiamento più prudente, fino a quando sarà stata acquisita una certa esperienza in base al funzionamento del sistema.

Durante i primi tre mesi di applicazione, ventinove paesi hanno utilizzato DSP per complessivi \$301 milioni. \$105 milioni sono stati prelevati dal Regno Unito ed il grosso della rimanente parte da ventisei paesi in via di sviluppo. Dodici paesi hanno utilizzato il 70% e più delle loro assegnazioni, e altri otto paesi tra il 25 ed il 50%. Venti paesi partecipanti hanno ricevuto durante il trimestre un totale di DSP per \$153 milioni. Di questi, \$141 milioni sono stati attribuiti a dodici paesi industriali ed in particolare fra essi, agli Stati Uniti, i quali ne hanno ricevuto per \$53 milioni. Inoltre, \$148 milioni di DSP sono stati accreditati al

Fondo, in parte per riacquisti di valuta e in parte a titolo di rimborso di spese sostenute dal Fondo medesimo.

Movimenti monetari.

Stati Uniti. Per l'anno 1969 in complesso, la variazione nella posizione monetaria sull'estero degli Stati Uniti è stata dominata dal ricorso delle banche, attraverso le loro filiali estere, al mercato dell'eurodollaro per l'importo di \$7 miliardi. Soprattutto per questo motivo le passività liquide SU verso detentori non ufficiali esteri sono cresciute di \$8,8 miliardi, sicchè, nonostante un saldo passivo di \$7,1 miliardi, registrato nella bilancia dei pagamenti, calcolato sulla base della liquidità, è stata conseguita, per il secondo anno consecutivo, un'eccedenza sulla base delle transazioni ufficiali inerenti alle riserve.

A causa di determinate peculiarità di carattere statistico che sono descritte nel capitolo III della presente Relazione, per il 1969 il saldo di liquidità non ha esattamente rispecchiato l'entità del deficit di fondo dei pagamenti. Contemporaneamente, per alcune deficienze statistiche, la somma delle variazioni verificatesi nelle riserve ufficiali degli Stati Uniti e nelle passività dichiarate verso organi ufficiali esteri non è il risultato esatto del saldo delle transazioni monetarie ufficiali. All'avanzo dei regolamenti ufficiali, ammontante a \$2,7 miliardi, hanno concorso un incremento delle riserve per \$1,2 miliardi e una riduzione delle passività verso organi ufficiali esteri per \$1,5 miliardi. Quest'ultimo importo sembra indicare che durante il 1969 i detentori ufficiali esteri hanno diminuito i loro saldi in dollari di \$1,5 miliardi. Tuttavia, i dati sulle riserve valutarie globali dichiarate al FMI, congiuntamente a quanto è noto sulle variazioni negli averi ufficiali di valute (esclusi i dollari), suggeriscono che, di fatto, nel 1969 possono essersi verificate scarse variazioni nel totale degli averi in dollari di detentori esteri ufficiali. La spiegazione di questo divario sta nel fatto che la dichiarazione delle passività SU verso organi ufficiali esteri copre soltanto i saldi ufficiali in dollari degli altri paesi, i quali sono detenuti presso banche situate negli Stati Uniti. Perciò, durante il 1969, le riserve in dollari detenute presso banche situate fuori degli Stati Uniti hanno evidentemente subito un sensibile incremento, che le statistiche americane mettono in evidenza come parte dell'incremento assai considerevole nelle passività verso detentori non ufficiali esteri. L'avanzo di \$2,7 miliardi, registrato nei regolamenti ufficiali, esagera quindi assai l'effettivo miglioramento nella posizione netta di riserva degli Stati Uniti durante il 1969.

Esaminando in dettaglio i movimenti monetari ufficiali registrati, si constata che, nell'attivo, la loro caratteristica più importante è costituita dal miglioramento nella composizione delle riserve SU. Le riserve auree sono cresciute di \$970 milioni, mentre gli averi ufficiali in valute estere convertibili, da cui è formata quasi interamente la contropartita dell'assistenza a breve prestata dagli Stati Uniti ad autorità monetarie estere, si sono ridotti di \$815 milioni, in seguito a rimborsi effettuati da Regno Unito e Francia. Questi sviluppi sono in netto contrasto con quelli del 1968, anno in cui gli Stati Uniti hanno sofferto perdite di oro per \$1.175 milioni e un aumento degli averi in valute estere di \$1.185 milioni. La terza componente delle riserve monetarie americane, cioè la posizione

Stati Uniti: Movimenti monetari esterni.¹

Voci	1968	Anno	1969				1970 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Riserve	+ 880	+ 1.190	+ 50	+ 300	+ 685	+ 155	+ 385
Oro	-1.175	+ 970	- 55	+ 320	+ 10	+ 695	+ 45
Valute estere	+1.185	- 815 ²	+ 75	- 245	+ 440	-1.085	- 830
Diritti speciali di prelievo	—	—	—	—	—	—	+ 920
"Tranche" di oro nel FMI	+ 870	+1.035	+ 30	+ 225	+ 235	+ 545	+ 250
Passività verso detentori							
ufficiali esteri	+ 760	+1.520	+1.660	+ 905	-1.730	+ 685	-2.315
Liquide	+3.100	+ 525	+1.705	+ 540	-2.240	+ 520	-2.740
Non liquide	-2.340	+ 995	- 45	+ 365	+ 510	+ 165	+ 425
Saldo sulla base delle transazioni ufficiali inerenti alle riserve	+1.640	+2.710	+1.710	+1.205	-1.045	+ 840	-1.930
meno							
Passività non liquide verso detentori ufficiali esteri	-2.340	+ 995	- 45	+ 365	+ 510	+ 165	+ 425
Variazione nelle posizioni liquide ufficiali	+3.980	+1.715	+1.755	+ 840	-1.555	+ 675	-2.355
più							
Passività verso detentori esteri non ufficiali	-3.810	-8.775	-3.025	-4.655	-1.420	+ 325	+1.620
Saldo sulla base della liquidità	+ 170	-7.060	-1.270	-3.815	-2.975	+1.000	- 735

¹ Vedasi nota alla tabella di pagina 92. ² La diminuzione, indicata nella presente tabella, degli averi ufficiali SU di valute estere è maggiore di \$70 milioni rispetto a quella esposta nella tabella di pagina 125 e ciò perchè quest'ultima non comprende l'effetto su tale voce della rivalutazione del DM.

della "tranche" di oro nel FMI, ha continuato nel movimento ascendente già osservato nel 1968, subendo un ulteriore miglioramento di \$1.035 milioni; alla fine dell'anno essa ha così raggiunto il livello senza precedenti di \$2.325 milioni e ciò ha contribuito a consolidare l'andamento favorevole delle riserve monetarie.

Nel passivo, il deterioramento si è verificato soprattutto nella componente non liquida, in seguito alla sospensione delle operazioni di fine anno connesse con la compilazione dei bilanci, come è menzionato nel capitolo III. Nel corso del 1969, gli averi in depositi vincolati in dollari e in certificati di deposito con scadenze originarie di oltre un anno, detenuti da organi ufficiali esteri, sono diminuiti di \$835 milioni. Anche le passività ufficiali non liquide hanno subito una riduzione di \$365 milioni negli averi ufficiali esteri in carta a medio termine non negoziabile del Governo SU, compresi i certificati di partecipazione della Export-Import Bank.

Nel primo trimestre del 1970 tanto i saldi di liquidità quanto quelli conseguenti alle transazioni di riserve ufficiali, su base non rettificata, sono risultati in passivo. Dopo l'accredito derivante dalla prima assegnazione di DSP, questi deficit si sono rispettivamente ragguagliati a \$0,7 e 1,9 miliardi. Escludendo invece le dette assegnazioni di DSP, le cifre salgono a \$1,6 e 2,8 miliardi. La ragione per cui il saldo di parte ufficiale è stato molto più sfavorevole di quello di liquidità è che, contrariamente a quanto accaduto durante quasi tutto il 1969, si è verificato

un deflusso di fondi a breve sotto forma di una flessione di \$1,6 miliardi nelle passività liquide delle banche SU verso detentori esteri non ufficiali. Questa flessione comprende rimborsi per \$1 miliardo, effettuati da banche SU, di precedenti debiti accesi con loro filiali estere. L'introito di \$0,9 miliardi di DSP, unitamente al fatto che gli averi in dollari di istituzioni ufficiali estere sono aumentati di \$2,3 miliardi, ha consentito agli Stati Uniti di registrare un incremento di \$0,4 miliardi nelle riserve lorde, nonostante il sensibile deficit verificatosi sulla base delle transazioni di riserve ufficiali.

Regno Unito. Sul piano monetario esterno, il miglioramento nella bilancia dei pagamenti britannica e nella posizione della sterlina, che si è verificato nel 1969 ed è continuato durante il primo trimestre del 1970, ha consentito alle autorità britanniche di effettuare cospicui rimborsi di debiti esteri ufficiali. Durante questi quindici mesi l'indebitamento a breve verso autorità monetarie estere si è ridotto di \$3.780 milioni, per oltre metà nel primo trimestre del 1970, ed è stato registrato un rimborso netto di \$275 milioni verso il FMI. Le attività monetarie ufficiali si sono inoltre accresciute di \$290 milioni; questo importo è stato più che compensato dai DSP, essendosi le riserve auree e di dollari effettivamente ridotte in modesta misura durante questi quindici mesi.

Regno Unito: Movimenti monetari esterni.

Voci	1969					1970
	Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre
milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)						
Finanziamenti ufficiali						
Riserve	+ 110	+ 50	- 25	- 10	+ 95	- 125
Diritti speciali di prelievo	-	-	-	-	-	+ 305
Rimborsi a:						
Autorità monetarie estere	+ 1.605	+ 280	+ 520	- 125	+ 930	+ 2.175
in sterline	+ 1.460	+ 150	+ 735	- 30	+ 605	.
in valute estere	+ 145	+ 130	- 215	- 95	+ 325	.
FMI	+ 25	+ 300	- 325	+ 25	+ 25	+ 250
Totale	+ 1.740	+ 630	+ 170	- 110	+ 1.050	+ 2.605
Altri movimenti monetari						
Altre passività in sterline	- 700	- 305	- 150	+ 210	- 455	
verso detentori dell'area della sterlina	- 655	- 450	- 85	+ 120	- 240	
verso detentori non appartenenti all'area della sterlina	+ 90	+ 175	- 65	+ 120	- 140	
verso organizzazioni internazionali	- 135	- 30	-	- 30	- 75	
Attività in sterline di banche RU verso non residenti	+ 695	+ 130	+ 210	+ 140	+ 215	
Passività in valute estere delle banche RU (af netto)	+ 115	+ 25	+ 35	+ 85	- 30	
Passività delle banche RU in valute del resto dell'area della sterlina (al netto)	- 5	- 15	+ 25	- 30	+ 15	
Capitali vari	- 480	- 240	- 65	- 5	- 170	
Totale	- 375	- 405	+ 55	+ 400	- 425	
Saldo complessivo	+ 1.365	+ 225	+ 225	+ 290	+ 625	

Per l'anno 1969, l'avanzo dei finanziamenti ufficiali è ammontato a \$1.740 milioni. Mentre questo importo è costituito per la maggior parte dal saldo attivo della bilancia dei pagamenti (\$1.365 milioni), sono affluite anche entrate nette per \$375 milioni dovute a movimenti monetari diversi dai finanziamenti ufficiali. Questa entrata di \$375 milioni è stata, approssimativamente, il risultato di tre fattori principali: un aumento di \$700 milioni nei saldi in sterline (esclusi quelli che rappresentano la contropartita di assistenza accordata da banche centrali); afflussi netti di capitali vari per \$480 milioni; e, per contro, un deflusso di \$695 milioni sotto forma di un incremento di crediti in sterline verso l'estero da parte di banche britanniche.

L'espansione dei saldi in sterline si è soprattutto verificata nell'area della sterlina, dove è ammontata a \$655 milioni. Essa è, in ampia misura, il risultato dell'andamento delle bilance dei pagamenti dei paesi appartenenti all'area, ma vi è stato anche qualche miglioramento nell'aliquota delle riserve detenute da questi ultimi in sterline. Di fatto, durante l'anno, il totale dei saldi in sterline detenuti da organi ufficiali di paesi appartenenti all'area della sterlina è aumentato di \$930 milioni; si valuta che \$695 milioni di questo importo siano coperti dalle garanzie stipulate nel settembre 1968.

L'afflusso di capitali vari ha raggiunto il livello insolitamente elevato di \$480 milioni. E questo importo comprende un ammontare ancora maggiore — stimato a \$670 milioni — di crediti all'importazione ricevuti. Gran parte del credito all'importazione è stato utilizzato durante la prima metà dell'anno, in connessione con il sistema di depositi sulle importazioni, introdotto nel novembre 1968.

Si ritiene che nel 1969 il credito all'esportazione registrato nell'ambito di movimenti monetari sia cresciuto nella stessa misura di quello all'importazione, cioè di \$670 milioni. Ed è da attribuire al credito all'esportazione l'ulteriore incremento di \$695 milioni nei crediti in sterline delle banche verso l'estero; di questo importo quasi tre quarti sono da ascrivere ad un aumento dei crediti verso paesi non appartenenti all'area della sterlina.

Esaminando i movimenti monetari (esclusi i finanziamenti ufficiali) che hanno avuto luogo durante l'anno, si constata che fra i singoli trimestri si sono verificate notevoli fluttuazioni, dovute soprattutto alle variazioni nei movimenti dei saldi in sterline e all'afflusso di capitali vari. I crediti in sterline delle banche verso l'estero, d'altra parte, sono cresciuti abbastanza regolarmente da un trimestre all'altro, rispecchiando l'incremento delle esportazioni e del credito all'esportazione. Nel primo trimestre, tanto l'afflusso di capitali vari quanto l'espansione dei saldi in sterline sono stati cospicui. Il primo riflette in modo abbastanza accurato gli effetti iniziali del sistema dei depositi sulle importazioni, i quali hanno fatto sì che, durante il trimestre, il credito all'importazione ricevuto abbia raggiunto il cospicuo importo di \$265 milioni. L'aumento di \$305 milioni nelle passività in sterline (escluse quelle che costituiscono la contropartita dell'assistenza finanziaria) è da ascrivere ai paesi appartenenti all'area della sterlina, nei quali fattori stagionali favorevoli e qualche ricostituzione di riserve in sterline, in seguito alle garanzie stipulate nel settembre 1968, hanno provocato un incremento di \$450 milioni nei rispettivi saldi. Nel secondo e terzo trimestre, l'afflusso di capi-

tali vari è rallentato sensibilmente, sebbene il volume di nuovo credito all'importazione, ricevuto nel secondo trimestre, sia stato uguale a quello del primo trimestre. Contemporaneamente, fattori stagionali hanno provocato durante il secondo trimestre la più lenta espansione dei saldi in sterline dell'area della sterlina, i quali poi, nel trimestre successivo, hanno subito una riduzione di \$120 milioni. Anche i saldi in sterline dei paesi non appartenenti all'area della sterlina sono diminuiti di \$120 milioni nel terzo trimestre, a causa, senza dubbio, dell'incerta situazione monetaria internazionale. Infine, nell'ultimo trimestre, è stato registrato un altro cospicuo aumento nei saldi in sterline e nell'afflusso di capitali vari. In aggiunta ad un'ulteriore espansione di \$240 milioni nei saldi in sterline dei paesi appartenenti all'area della sterlina, questa volta si è avuto anche un incremento di \$140 milioni nei saldi in sterline detenuti da paesi non appartenenti all'area della sterlina (esclusa la contropartita di assistenza finanziaria), che è il riflesso del ritorno della fiducia nella sterlina. L'afflusso di capitali vari durante quest'ultimo trimestre comprende ulteriori crediti all'importazione per \$130 milioni, dato che le condizioni monetarie interne sono rimaste assai tese.

Francia. Per quanto riguarda il finanziamento del saldo passivo della Francia verso l'estero, durante i primi nove mesi del 1969 si è notato un forte contrasto fra il primo trimestre dell'anno ed i due trimestri successivi. Nei primi tre mesi, periodo nel quale il saldo passivo dei pagamenti complessivi è ammontato a \$560 milioni, le banche hanno diminuito le loro posizioni nette sull'estero di \$745 milioni, consentendo così alle attività monetarie ufficiali nette di aumentare di \$185 milioni. La riduzione delle posizioni delle banche sull'estero è dovuta soprattutto alle istruzioni emanate in gennaio dalla Banca di Francia, in base alle quali tutte le aziende di credito con posizioni nette creditorie in valute estere verso non residenti avrebbero dovuto portarle in pareggio per la fine di aprile e tutte le banche con posizioni nette debitorie in valute estere verso non residenti avrebbero dovuto mantenerle almeno al livello esistente.

Le banche hanno ottemperato a queste disposizioni, in parte riducendo le loro attività all'estero in valute, e in parte facendo ricorso a crediti in valute loro concessi da non residenti; durante il primo trimestre i loro crediti in valute verso non residenti hanno subito una contrazione di \$295 milioni e le loro passività in valute verso non residenti sono cresciute di \$390 milioni.

Francia: Movimenti monetari esterni.

Voci	1969		
	1° trimestre	2° e 3° trimestre	4° trimestre
	milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)		
Attività ufficiali nette	+ 185	-1.485*	+ 200*
Riserve	- 215	+ 20	- 175
Posizione "tranche" di credito nel FMI	-	- 500	-
Altre attività (al netto)	+ 400	-1.005*	+ 375*
Posizione netta delle banche.	- 745	+ 115*	+ 50*
Saldo complessivo	- 560	-1.370*	+ 250*

* Stime provvisorie della BRI.

Nel secondo e terzo trimestre, la fisionomia dei finanziamenti è completamente mutata e il saldo passivo si è rispecchiato abbastanza accuratamente in una flessione nelle attività ufficiali nette, determinata fra l'altro da un cospicuo ricorso alle facilitazioni creditizie accordate da banche centrali e da un prelievo di \$500 milioni sul FMI effettuato in settembre.

Poi, nell'ultimo trimestre, quando la bilancia dei pagamenti ha registrato un saldo attivo, le autorità francesi hanno utilizzato l'afflusso di valute, congiuntamente a \$175 milioni prelevati dalle riserve, per rimborsare parte del loro indebitamento verso le banche centrali. Durante i primi mesi del 1970, le attività monetarie nette ufficiali hanno registrato un ulteriore cospicuo incremento. Questo aumento, insieme ad un altro prelievo di \$485 milioni dal FMI, ha consentito di rimborsare in aprile i rimanenti debiti verso le banche centrali, nonché di migliorare in misura modesta le riserve.

Germania. Durante il periodo sotto rassegna si sono verificate ampie fluttuazioni nelle attività monetarie nette ufficiali e, in misura minore, ma tuttavia non trascurabile, nella posizione netta sull'estero del sistema bancario.

Nel primo trimestre del 1969 non soltanto la bilancia dei pagamenti ha registrato un saldo passivo di \$635 milioni, ma si è avuta anche un'uscita netta di fondi attraverso le banche per \$1.180 milioni. La causa principale dell'esodo è data dal fatto che i non residenti hanno ridotto i loro saldi in DM presso le banche tedesche di \$720 milioni, invertendo così il movimento di ricostituzione di questi saldi che aveva avuto luogo il trimestre precedente, durante il quale si era sviluppata la crisi valutaria del novembre 1968. I crediti delle banche in DM verso non residenti sono inoltre cresciuti di \$225 milioni. Nello stesso trimestre le attività ufficiali nette sono diminuite di \$1.815 milioni e le riserve valutarie di \$1.530 milioni.

Germania: Movimenti monetari esterni.

Voci	1969			1970
	1° trimestre	2° e 3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre
(+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)				
Attività ufficiali (al netto)	- 1.815	+ 3.730	- 4.920	+ 355
Oro	-	+ 55	- 515	-
Valute estere convertibili	- 1.530	+ 3.735	- 3.350	+ 560
Diritti speciali di prelievo	-	-	-	+ 220
Altre attività di riserva	- 95	+ 75	- 220	- 500
Posizione di riserva nel FMI	- 160	+ 110	- 1.160	-
Altre attività (al netto)	- 30	- 245	+ 325	+ 75
Posizione netta delle banche	+ 1.180	- 1.135	- 1.230	- 415
Saldo complessivo	- 635	+ 2.595	- 6.150	- 60

Nel secondo e terzo trimestre dell'anno, durante i quali si sono verificati afflussi di fondi (in aprile-maggio e agosto-settembre), i conti con l'estero hanno registrato un saldo attivo di \$2.595 milioni; nel terzo trimestre vi è stata inoltre

**Paesi dell'Europa continentale,
Canada e Giappone: Posizioni monetarie verso l'estero.**

Paesi	Fine anno	Oro e valute estere (al netto)	Posizione netta FMI e A G P	Totale attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)	Totale attività estere (al netto)	Variazioni (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)	
							Totale attività ufficiali	Banche commerciali
milioni di dollari SU								
Austria	1968	1.355	160	1.515	— 10	1.505	+ 35	+ 80
	1969	1.385	165	1.550	60	1.610	+ 35	+ 70
Belgio	1968	2.155	300	2.455	— 735	1.720	— 280	+ 60
	1969	2.410	155	2.565	— 675	1.890	+ 110	+ 60
Danimarca	1968	340	85	425	85	490	— 85	+ 75
	1969	425	—	425	— 10	415	—	— 75
Finlandia	1968	350	—	350	— 110	240	+ 245	— 5
	1969	300	40	340	— 50	290	— 10	+ 60
Francia	1968	3.270	—	3.270	— 60	3.210	— 3.705	+ 500
	1969	2.670 ¹	— 500	2.170 ¹	— 640 ¹	1.530 ¹	— 1.100 ¹	— 590 ¹
Germania	1968	8.815	1.515	10.330	235	10.565	+ 1.735	— 615 ²
	1969	7.155	305	7.460	— 1.080	6.380	— 3.005 ²	— 1.185 ²
Grecia	1968	295	25	320	10	330	+ 35	—
	1969	290	25	315	10	325	— 5	—
Irlanda	1968	495	45	540	180	720	+ 105	— 135
	1969	630	60	690	45	735	+ 150	— 135
Islanda	1968	25	— 5	20	— 10	10	— 10	—
	1969	35	— 10	25	—	25	+ 5	+ 10
Italia	1968	4.645	895	5.540	735	6.275	— 135	+ 720
	1969	4.160	865	5.025	75	5.100	— 515	— 560
Norvegia	1968	625	70	695	105	800	+ 35	+ 115
	1969	615	85	700	45	745	+ 5	— 60
Paesi Bassi	1968	1.950	500	2.450	— 90	2.360	— 165	+ 65
	1969	2.070	440	2.510	—	2.510	+ 60	+ 90
Portogallo	1968	1.385	20	1.385	155	1.540	+ 130	+ 10
	1969	1.430	20	1.450	175	1.625	+ 65	+ 20
Spagna	1968	1.095	—	1.095	— 50	1.045	+ 45	+ 60
	1969	835	—	835	— 10	825	— 260	+ 40
Svezia	1968	635	165	800	275	1.075	— 20	— 25
	1969	560	100	660	85	745	— 140	— 190
Svizzera	1968	4.495	—	4.495	510	4.995	+ 625	+ 525
	1969	4.495	—	4.495	655	5.150	+ 10	+ 145
Turchia	1968	70	— 50	20	.	.	— 15	.
	1969	20	— 40	— 20	.	.	— 40	.
Totale	1968	31.970	3.725	35.695	1.205 ³	36.880	— 1.425	+ 1.430 ³
	1969	29.485	1.710	31.195	— 1.315 ³	29.900	— 4.635	— 2.390 ³
Canada	1968	2.635	205	2.840	960	3.800	+ 130	+ 305
	1969	2.415	480	2.895	1.455	4.350	+ 55	+ 495
Giappone	1968	2.570	290	2.860	— 790	2.070	+ 860	+ 240
	1969	3.035	625	3.660	695	4.355	+ 800	+ 1.485

¹ Stime provvisorie della BRI. ² Dopo eliminazione delle variazioni statistiche. ³ Esclusa la Turchia.
 Nota: Per i paesi del Gruppo dei dieci più la Svizzera, i dati sono quelli utilizzati per la sorveglianza multilaterale ad eccezione di quelli relativi alla Francia per il 1969. Nella maggior parte dei casi essi non corrispondono esattamente ai dati delle riserve resi pubblici.

un'entrata di fondi per \$1.045 milioni attraverso il settore bancario, mentre le banche riducevano di \$460 milioni i loro crediti in DM verso non residenti e i non residenti accrescevano di \$430 milioni i loro saldi in DM presso le banche tedesche. L'eccedenza del settore ufficiale è quindi ammontata, per il periodo aprile-settembre, a \$3.730 milioni, e questo andamento si è rispecchiato, in ampia misura, nell'espansione delle riserve valutarie. Come è già stato menzionato a pagina 7, parte dell'incremento nelle riserve è stata utilizzata per ricanalizzare i fondi direttamente verso il Regno Unito e la Francia, nonché tramite la BRI verso altri paesi sottoposti alle ripercussioni del saldo attivo dei conti con l'estero della Germania.

Nell'ultimo trimestre dell'anno i pagamenti globali hanno registrato un saldo passivo di \$6.150 milioni. Data la fortissima pressione esercitata sulle loro posizioni di liquidità dal cospicuo saldo passivo, con il conseguente aumento nella concessione di prestiti all'interno, le aziende di credito hanno ridotto i loro crediti netti sull'estero di \$1.230 milioni. Durante il trimestre, il fabbisogno per i finanziamenti ufficiali è ammontato a \$4.920 milioni. La principale variazione si è prodotta, ancora una volta, nelle riserve valutarie, che sono diminuite di \$3.350 milioni, compresa la liquidazione di operazioni per ricanalizzare fondi effettuate precedentemente. In aggiunta, la Germania ha venduto oro agli Stati Uniti per \$500 milioni, ha ridotto di \$1.160 milioni i suoi crediti verso il FMI e ceduto \$215 milioni di obbligazioni non negoziabili emesse dal governo SU e stilate in DM.

Nel primo trimestre del 1970, il saldo passivo dei pagamenti si è ridotto in forte misura. Se nel calcolo si comprende anche la prima assegnazione di DSP per \$200 milioni, il saldo passivo è ammontato soltanto a \$60 milioni; escludendoli, sale a \$260 milioni. La posizione netta delle banche sull'estero è ulteriormente diminuita di \$415 milioni e le attività nette ufficiali sono cresciute di \$355 milioni. Le autorità tedesche hanno ceduto altre obbligazioni non negoziabili del governo SU per \$540 milioni, di modo che, in aggiunta ai DSP ricevuti, si è avuto anche un incremento di \$560 milioni nelle riserve valutarie.

Italia. Il notevole deterioramento della bilancia dei pagamenti dell'Italia, che nel 1969 ha registrato un saldo passivo di \$1.175 milioni, ha avuto come contropartita monetaria una riduzione di \$660 milioni nella posizione netta delle banche sull'estero e una diminuzione di \$515 milioni nelle attività monetarie ufficiali nette.

La contrazione nelle attività nette delle banche sull'estero si è verificata soprattutto nel secondo trimestre dell'anno. Durante il primo trimestre, un deflusso di capitali, attratti dai saggi d'interesse più elevati che venivano corrisposti all'estero, aveva provocato un calo di \$380 milioni nelle attività nette ufficiali. Nel marzo, le autorità hanno invitato le banche, che a fine gennaio avevano attività per \$800 milioni, a portare la loro posizione netta sull'estero in pareggio per la metà dell'anno. Durante il secondo trimestre, le attività nette delle banche sull'estero sono di fatto diminuite di \$530 milioni, importo che ha coperto interamente il saldo passivo nei pagamenti registrato nel trimestre, eliminando così

il bisogno di effettuare finanziamenti ufficiali durante tale periodo, quando i saggi d'interesse sul mercato dell'eurodollaro hanno toccato i loro livelli più alti. Durante l'ultimo trimestre, la posizione netta delle banche sull'estero si è ridotta ulteriormente, sicchè alla fine dell'anno le loro attività nette sull'estero erano scese a \$75 milioni.

La riduzione di \$515 milioni nelle attività nette ufficiali per l'anno nel suo complesso è dovuta a due componenti principali. Gli averi ufficiali in attività a medio e lungo termine sull'estero si sono ridotti di \$300 milioni, ivi compreso il rimborso, da parte del Tesoro SU, di un titolo non negoziabile, stilato in lire, per l'importo di \$100 milioni. E le passività ufficiali verso autorità monetarie estere sono aumentate di \$155 milioni. Le riserve primarie di oro e dollari, nonché la posizione di riserva nel FMI, hanno presentato soltanto modeste variazioni per l'anno nel suo complesso.

Nei mesi di gennaio e febbraio 1970 la situazione esterna è molto peggiorata. Nel bimestre, i conti con l'estero hanno registrato un saldo passivo di \$685 milioni, anche tenuto conto di un'assegnazione di DSP per \$105 milioni; e, in seguito a un deflusso di fondi, per \$95 milioni, attraverso le banche, le attività nette ufficiali si sono ridotte di \$780 milioni. Le passività ufficiali sono aumentate di \$820 milioni, soprattutto a causa di prelievi dalla linea di credito reciproca stipulata con la Riserva federale. In marzo la perdita di riserve è stata arrestata ed è stato registrato un avanzo globale di \$80 milioni.

In *Belgio* e nei *Paesi Bassi* i saldi passivi registrati nel 1968 sono stati sostituiti da saldi attivi nel 1969 e in entrambi, ma soprattutto nei Paesi Bassi, il saldo attivo dell'ultimo trimestre dell'anno ha superato quello dell'anno nel suo complesso, rispecchiando gli effetti della rivalutazione del DM.

Belgio. Nei primi nove mesi dell'anno i conti con l'estero hanno presentato un modesto saldo passivo di \$20 milioni. In linea generale, i movimenti monetari in questo periodo hanno assunto la forma di spostamenti compensatori tra il settore ufficiale e quello bancario. Le passività nette delle banche sull'estero si sono ridotte di \$150 milioni. Gli averi in franchi belgi detenuti da non residenti sono diminuiti di \$145 milioni, per lo più nel terzo trimestre. Negli stessi tre trimestri il fabbisogno netto per i finanziamenti ufficiali è pertanto ammon-tato a \$170 milioni. Questo importo è stato più che coperto con prelievi, per \$195 milioni, dalla linea di credito reciproca stipulata con la Riserva federale e per effetto di una riduzione di \$230 milioni nella posizione di riserva presso il FMI, metà della quale è dovuta alla mobilitazione, da parte del Belgio, di crediti verso il Fondo (compresi gli AGP) in luglio, per cui le riserve valutarie sono effettivamente cresciute di \$225 milioni.

Nell'ultimo trimestre dell'anno, i conti con l'estero hanno registrato un saldo attivo di \$190 milioni. In aggiunta, la posizione delle banche sull'estero si è invertita di \$90 milioni, ivi compresa la ricostituzione di saldi in franchi belgi detenuti da non residenti per \$60 milioni, sicchè la posizione netta ufficiale è migliorata di \$280 milioni. I prelievi effettuati dalla linea di credito reciproca stipulata con la Riserva federale che, in un certo momento in agosto, avevano

raggiunto il livello di \$245 milioni, si sono ridotti di un ammontare di \$205 milioni, scendendo a zero, in detto trimestre. E la posizione di riserva nel Fondo è stata ricostituita nella misura di \$85 milioni, in parte, attraverso rimborsi diretti e, in parte, in seguito al ricorso della Germania, in novembre e dicembre, al Fondo. Inoltre, siccome contemporaneamente si è verificata una diminuzione di \$120 milioni nel portafoglio delle tratte accettate sull'estero della Banca nazionale, anche le riserve valutarie sono aumentate di \$125 milioni durante il trimestre. Un ulteriore avanzo globale di \$65 milioni nel primo trimestre del 1970 è stato quasi uguale all'assegnazione al Belgio di DSP per \$70 milioni. Le passività esterne nette delle banche sono diminuite di \$25 milioni e le attività ufficiali nette sono salite di \$40 milioni, ivi inclusa l'assegnazione di DSP.

Paesi Bassi. Nei primi nove mesi del 1969 la bilancia dei pagamenti ha conseguito un saldo passivo di \$95 milioni. Parallelamente, la posizione netta delle banche sull'estero è migliorata di \$115 milioni, soprattutto sotto forma di un aumento di \$75 milioni nei crediti netti in valute verso non residenti, rispecchiando l'attrazione esercitata dai saggi d'interesse sul mercato dell'eurodollaro. Infatti, durante i primi sei mesi dell'anno le banche hanno consolidato la loro posizione sull'estero di \$160 milioni. Ai primi di luglio poi, come descritto a pagina 153, la Nederlandsche Bank ha agito in modo da limitare questo deflusso, e le attività nette delle banche sull'estero sono poi diminuite di \$45 milioni nel corso del terzo trimestre.

Negli stessi nove mesi, le attività nette ufficiali si sono ridotte di \$210 milioni. Un importo netto di \$110 milioni è stato prelevato dalla linea di credito reciproco stipulata con la Riserva federale (\$190 milioni fino alla fine di luglio), seguito da rimborsi di \$80 milioni in agosto. La posizione di riserva nel FMI è peggiorata di \$135 milioni.

Nell'ultimo trimestre dell'anno, quando i conti con l'estero hanno registrato un saldo attivo di \$245 milioni, vi è stato un miglioramento di \$270 milioni nella posizione monetaria netta ufficiale. Gli importi prelevati dalle linee di credito reciproco sono stati rimborsati; la posizione di riserva nel FMI è cresciuta di \$80 milioni, quasi interamente in seguito all'utilizzo, da parte della Germania, delle risorse del Fondo. Le riserve valutarie sono aumentate di \$75 milioni.

Il saldo globale per il primo trimestre del 1970 è risultato attivo per \$90 milioni; come in Belgio, esso è stato quasi uguale all'assegnazione di DSP, che, nel caso dei Paesi Bassi, si è ragguagliata a \$85 milioni. Escludendo tale assegnazione, i movimenti monetari del primo trimestre hanno presentato un afflusso attraverso le banche di \$45 milioni ed un aumento pressochè uguale delle attività nette ufficiali.

Svezia. Durante i primi nove mesi del 1969 le attività monetarie nette sull'estero della Svezia hanno subito sensibili perdite, passando da \$1.075 a 710 milioni. Le attività nette ufficiali sono diminuite di \$280 milioni; le riserve valutarie si sono deteriorate di \$215 milioni e la posizione di riserva nel FMI di \$55

milioni. Le attività nette sull'estero delle banche hanno pure subito una flessione, di \$80 milioni, essendo scesi di \$95 milioni i loro crediti netti in divise estere verso non residenti.

Tra il terzo e il quarto trimestre dell'anno il saldo passivo della bilancia dei pagamenti di \$80 milioni è stato sostituito da un saldo attivo di \$35 milioni. Questo movimento è stato accompagnato da un'ulteriore flessione nelle attività nette sull'estero delle banche, che ancora una volta ha interessato le loro posizioni in valute estere, per cui la posizione monetaria ufficiale è migliorata di \$140 milioni. Durante il trimestre, le riserve valutarie sono cresciute di \$160 milioni.

Un saldo attivo di \$60 milioni nel gennaio 1970 (compresa l'assegnazione di DSP per \$40 milioni) è stato seguito in febbraio e marzo da saldi passivi per un importo complessivo di \$100 milioni. Per il trimestre nel suo complesso, non vi è stata alcuna variazione nella posizione netta delle banche sull'estero e le attività nette ufficiali sono diminuite di \$40 milioni; l'assegnazione di DSP è stata più che compensata da una flessione di \$80 milioni nelle riserve valutarie.

Svizzera. Nel 1969 l'avanzo globale dei conti con l'estero della Svizzera è sceso da \$1.150 a 155 milioni. La tabella di pagina 135 indica come le contropartite monetarie esterne dell'avanzo del 1969 siano un aumento di \$145 milioni nelle attività nette delle banche sull'estero ed un aumento, molto modesto, di \$10 milioni nelle attività monetarie ufficiali nette. Come di consueto, peraltro, il significato di queste cifre può solamente essere inteso alla luce delle transazioni valutarie di fine anno tra la Banca nazionale e le banche commerciali svizzere. Il volume dei dollari dati a riporto a fine anno dalle banche alla Banca nazionale è stato nel 1969 di \$45 milioni più elevato che nel 1968, quando si era ragguagliato a \$795 milioni. D'altro canto, la Banca nazionale ha ridepositato presso le banche, per il reinvestimento all'estero, \$155 milioni dei dollari che essa aveva preso a riporto dalle banche medesime a fine 1969. (Questi depositi sono perciò inclusi nelle attività valutarie estere delle banche, e non in quelle della Banca nazionale, a fine 1969.) Pertanto, gli effettivi trasferimenti di fine anno di dollari dalle banche alla Banca nazionale sono stati nel 1969 di \$110 milioni inferiori a quelli dell'anno precedente. Se si tiene conto di questo, il mutamento intervenuto durante il 1969 nella posizione sull'estero della Svizzera è la risultante di un aumento di \$120 milioni nelle attività nette ufficiali e di un incremento di soli \$35 milioni nella posizione esterna netta delle banche.

Per quanto riguarda le variazioni effettive nelle attività nette ufficiali durante il 1969, la riserva aurea è salita di \$20 milioni, mentre le riserve valutarie sono diminuite di \$110 milioni. Le altre attività ufficiali nette, non incluse nelle riserve, sono aumentate di \$100 milioni circa, ivi compreso l'acquisto di \$95 milioni di obbligazioni non negoziabili del governo SU.

Nel primo trimestre del 1970 le attività ufficiali nette sono scese di \$430 milioni. Le operazioni inverse a quelle di fine anno hanno determinato una flessione di \$710 milioni durante il mese di gennaio, mentre le operazioni connesse con i bilanci di fine trimestre hanno dato luogo in marzo ad un aumento di \$305 milioni. In aprile si è registrato un movimento contrario, quasi della stessa entità.

Altri paesi europei. Per il 1969, il saldo attivo dei conti con l'estero dell'*Austria* è ammontato a \$105 milioni, cioè a quasi lo stesso importo dell'anno precedente. E la fisionomia generale dei movimenti monetari esterni è pure stata analoga a quella del 1968: la posizione netta delle banche sull'estero è migliorata di \$70 milioni e le attività nette ufficiali di \$35 milioni. Nel primo trimestre del 1970, le attività ufficiali nette sono diminuite di \$25 milioni, e le attività bancarie nette sull'estero sono salite di \$35 milioni. Non tenendo conto dell'assegnazione di DSP per \$30 milioni, la flessione delle attività ufficiali nette si ragguaglia peraltro a \$55 milioni.

Nel 1969 in *Danimarca* la bilancia dei pagamenti ha subito un deterioramento, registrando un saldo passivo di \$75 milioni, che si è rispecchiato per intero in una riduzione delle attività nette delle banche sull'estero. Tra la fine del 1967 e il marzo 1969 la posizione delle banche sull'estero era migliorata di \$100 milioni, ma ha incominciato a ridursi nel secondo trimestre, in seguito a istruzioni emanate dalla Banca nazionale, e questa tendenza si è protratta per il resto dell'anno. Per l'anno nel suo complesso, le attività nette ufficiali sono rimaste invariate, mentre le riserve valutarie sono cresciute di \$110 milioni a spese di un deterioramento di \$85 milioni nella posizione di riserva nel FMI, ivi compreso un prelievo di \$45 milioni effettuato sul Fondo nel maggio 1969 e uno di \$25 milioni dalle riserve auree. Nel corso dell'anno si sono tuttavia verificate sensibili fluttuazioni nelle attività ufficiali nette sull'estero: durante il primo semestre, ma per la maggior parte nel primo trimestre, esse si sono ridotte di \$135 milioni, mentre nell'ultimo trimestre sono cresciute di altrettanto, in seguito all'inasprimento delle misure di politica economica in Danimarca e alla rivalutazione del marco tedesco. L'avanzo dei pagamenti, di \$25 milioni, nel primo trimestre del 1970 si è ragguagliato all'assegnazione alla Danimarca di DSP. Includendo questi ultimi, le attività nette ufficiali hanno manifestato un incremento assai modesto, mentre la posizione sull'estero delle banche è migliorata di \$20 milioni. Il saldo attivo della bilancia dei pagamenti della *Finlandia* è sceso dalla punta di \$240 milioni, toccata nel 1968, a \$50 milioni nel 1969. Il saldo attivo è stato inferiore ai fondi defluiti attraverso le banche (\$60 milioni), per cui le attività ufficiali nette hanno subito una lieve flessione. Difatti, le riserve valutarie sono diminuite di \$50 milioni, ma questo andamento è dovuto soprattutto al fatto che la posizione di riserva della Finlandia nel FMI è migliorata di \$40 milioni, in parte attraverso rimborsi diretti al Fondo e, in parte, attraverso prelievi di MF effettuati da altri paesi. Le attività monetarie ufficiali nette sono salite di \$60 milioni nel primo trimestre del 1970. Di essi, \$20 milioni rappresentano l'assegnazione alla Finlandia di DSP, e il rimanente ha in massima parte la contropartita in un deterioramento della posizione netta delle banche sull'estero. In *Norvegia*, come in Danimarca, nel 1969 il saldo passivo dei conti con l'estero si è quasi esattamente rispecchiato in una flessione di \$60 milioni nelle attività nette delle banche sull'estero. Nel corso dell'anno si sono verificati cospicui spostamenti compensatori di valute estere tra il settore bancario e il settore monetario ufficiale — dalle riserve dell'istituto di emissione alle banche, nel primo e terzo trimestre, e, poi, di ritorno alle riserve nell'ultimo trimestre dell'anno. Nel primo trimestre del 1970 la fisionomia dei movimenti monetari si è nuovamente rovesciata: le attività

ufficiali nette sono diminuite di \$35 milioni (compresa l'assegnazione di DSP per \$25 milioni), mentre le attività nette delle banche sull'estero sono salite di \$45 milioni.

Il saldo attivo della bilancia dei pagamenti del *Portogallo*, per l'importo di \$85 milioni, ha provocato incrementi di \$65 milioni nelle attività ufficiali nette e di \$20 milioni nelle attività delle banche sull'estero. Queste ultime, di fatto, sono aumentate di \$55 milioni durante i primi nove mesi dell'anno e sono poi diminuite di \$35 milioni nell'ultimo trimestre. Durante il primo trimestre del 1970 le attività ufficiali nette sono diminuite di \$55 milioni. In *Spagna*, paese nel quale il saldo attivo di \$105 milioni registrato nel 1968 nei conti con l'estero è stato sostituito da un saldo passivo di \$220 milioni nel 1969, le attività monetarie ufficiali nette hanno subito una flessione di \$260 milioni. Con l'eccezione del terzo trimestre, stagionalmente favorevole, le riserve hanno subito perdite per tutto il corso dell'anno: da \$70 milioni nel primo trimestre a \$150 milioni nel quarto. Questa tendenza si è rovesciata nel primo trimestre del 1970, quando le attività ufficiali nette, ivi compresa l'assegnazione per \$40 milioni di DSP, sono salite di \$75 milioni.

Canada. Per il 1969, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è ammontato a \$550 milioni, cioè esso ha superato di \$115 milioni il livello raggiunto l'anno prima. L'intero importo è stato praticamente utilizzato per finanziare un ulteriore notevole incremento di \$495 milioni nelle attività nette delle banche sull'estero, soprattutto crediti in valute estere verso gli Stati Uniti. Nell'ambito dell'aumento globale di \$55 milioni, verificatosi durante l'anno nelle attività monetarie ufficiali nette, la posizione di riserva nel FMI è migliorata di \$275 milioni e le riserve valutarie sono scese di \$220 milioni. Nella contrazione delle riserve valutarie è compreso l'utilizzo netto di \$175 milioni di obbligazioni non negoziabili emesse dal governo SU per il Canada nel 1968, a titolo di reciprocità per l'esenzione, accordata al Canada, dalle limitazioni obbligatorie sull'uscita di capitali introdotte dagli Stati Uniti. Durante il primo trimestre del 1970, le attività ufficiali nette del Canada verso l'estero hanno registrato il considerevole aumento di \$500 milioni. Di questi, \$290 milioni sono stati in contropartita di un afflusso di fondi verificatosi per il tramite delle banche, mentre altri \$125 milioni hanno rappresentato la prima assegnazione al Canada di DSP.

Giappone. La principale caratteristica dei movimenti monetari esterni in Giappone è costituita dal fatto che, nel 1969, il settore bancario ha conseguito, per la prima volta, una cospicua posizione creditoria netta sull'estero. Di fatto, la posizione sull'estero delle banche giapponesi ha subito una variazione di \$1.485 milioni durante l'anno, passando da passività nette per \$790 milioni ad attività nette per \$695 milioni. Questo mutamento, che ha avuto inizio nel secondo trimestre dell'anno, è stato in parte la conseguenza naturale del crescente divario fra i saggi d'interesse praticati in Giappone e quelli corrisposti altrove, ma esso è stato energicamente incoraggiato dalle autorità giapponesi. Nell'aprile 1969 la Banca del Giappone ha consentito che le banche facessero ricorso al credito sul mercato monetario interno, allo scopo di rimborsare l'indebitamento verso il

mercato dell'eurodollaro o altri debiti verso l'estero. Nel secondo e terzo trimestre le banche hanno migliorato le loro posizioni nette sull'estero di \$1.220 milioni, riducendo le loro passività lorde in valute estere verso non residenti di \$390 milioni e aumentando i loro crediti lordi in valute estere verso non residenti di \$830 milioni. Verso la fine di settembre sono state adottate altre misure per stimolare lo sviluppo delle posizioni sull'estero delle banche, in parte con l'obiettivo di evitare un'espansione troppo rapida delle riserve ufficiali. Mediante operazioni di presa in "pensione", la Banca del Giappone ha provveduto le aziende di credito di fondi in yen per l'acquisto di valute estere prelevate dalle riserve, attraverso riporti rinnovabili di 90 giorni a cambi fissi. Durante l'ultimo trimestre dell'anno le attività nette delle banche sull'estero sono cresciute di altri \$305 milioni.

Nonostante queste misure, durante il 1969 le attività monetarie ufficiali nette del Giappone sono aumentate di \$800 milioni, ossia di quasi il 30%. Di questo importo, \$575 milioni sono stati percepiti nella seconda metà dell'anno. Le riserve valutarie hanno registrato un incremento di \$390 milioni e la posizione di riserva nel FMI è migliorata di \$335 milioni. Durante l'anno, il Giappone ha anche accresciuto le sue riserve auree di \$60 milioni.

Nel primo trimestre del 1970 il saldo attivo è caduto a \$105 milioni, la cifra più bassa cioè dal corrispondente trimestre del 1968. Non considerando la prima assegnazione al Giappone di DSP, ammontante a \$120 milioni, si è in effetti registrato un piccolo saldo passivo globale. La posizione sull'estero delle banche, rovesciando la precedente tendenza, è diminuita di \$300 milioni, il che, unitamente all'assegnazione di DSP, ha consentito un aumento di \$405 milioni nelle attività ufficiali nette.

Operazioni del Fondo monetario internazionale.

Per il Fondo monetario internazionale il 1969 è stato un altro anno d'intensa attività. I prelievi lordi dei paesi membri ed i loro riacquisti lordi sono stati sensibilmente inferiori a quelli del 1968, ma l'utilizzo netto delle risorse del Fondo da parte di tali paesi, pari a \$1.283 milioni, non è stato di molto inferiore. L'importo citato comprende il rimborso a Belgio e Germania, su loro richiesta, di \$410 milioni di crediti AGP prelevati dalle sottoscrizioni in valute effettuate da altri paesi. Le operazioni di paesi europei — soprattutto Belgio, Francia, Germania, e Regno Unito — hanno contribuito per oltre l'80% ai prelievi lordi e per circa due terzi ai riacquisti lordi. Inoltre, i prelievi netti eseguiti da paesi europei hanno superato leggermente il totale netto dei prelievi. Per quanto riguarda i paesi extra-europei, fra le transazioni occorre menzionare un riacquisto, per \$148 milioni, da parte dell'India, e prelievi netti effettuati dall'Indonesia e da Israele per \$48 e 45 milioni, rispettivamente.

Nel 1969 sono state prelevate dal Fondo diciassette valute diverse, fra cui la moneta di gran lunga più utilizzata è stato il dollaro SU. Al lordo, le principali valute oggetto di prelievi sono state il dollaro SU (1.340 milioni), il marco tedesco e lo yen (\$310 milioni ciascuno), il dollaro canadese (\$295 milioni), la

Fondo monetario Internazionale: Prelievi e riacquisti nel 1969.

Paesi o aree	Prelievi		Riacquisti ¹		Prelievi netti
	milioni di dollari SU				
Europa		2.410		1.046	1.364
<i>Belgio</i>	117 ²		33		84
<i>Francia</i>	501		—		501
<i>Germania</i>	880 ³		—		880
<i>Regno Unito</i>	850		923		— 73
<i>Altri paesi</i>	62		90		— 28
Stati Uniti		—		—	—
Canada		—		—	—
Sud Africa		66		50	16
Medio Oriente		54		33	21
America latina		177		190	— 13
Asia		127		204	— 77
<i>India</i>	—		148		— 148
<i>Indonesia</i>	66		18		48
Resto del mondo		37		65	— 28
Totale		2.871		1.588	1.283

¹ Compresi rimborsi effettuati da altri paesi membri per \$18 milioni. ² Compresi rimborsi effettuati dal Fondo per \$70 milioni sul credito ricevuto nel 1968 dal Belgio. ³ Compresi rimborsi effettuati dal Fondo per \$340 milioni sul credito ricevuto nel 1968 dalla Germania.

lira (\$195 milioni) e il rand sudafricano (\$110 milioni). Con l'eccezione del DM e della lira, queste sono state anche le valute maggiormente utilizzate su base netta. Complessivamente, nel corso dell'anno gli averi del Fondo in dollari SU, yen, dollari canadesi e rand sudafricani sono diminuiti, rispettivamente, di \$1.035, 195, 175, e 95 milioni. D'altra parte, nel 1969 sono aumentati gli averi nelle principali valute dei paesi dell'Europa continentale, che sono state quelle più utilizzate nei prelievi durante la maggior parte degli anni sessanta. Ciò si è verificato soprattutto per quanto riguarda gli averi in franchi francesi e DM che, in seguito al ricorso al Fondo da parte della Francia e della Germania, sono cresciuti, rispettivamente, di \$500 e 695 milioni.

Gli AGP sono stati attivati due volte durante l'anno, per un importo globale di \$390 milioni, in connessione con prelievi eseguiti dal Regno Unito in giugno e dalla Francia in settembre. Di pari passo con queste operazioni, il Fondo ha ceduto oro per \$150 milioni a quattordici paesi, allo scopo di reintegrare i suoi averi nelle loro valute. D'altra parte, il Fondo ha pure rimborsato \$715 milioni presi in prestito in anni precedenti, sicchè durante l'anno il totale del credito ricevuto in base agli AGP ha subito una flessione di \$325 milioni. Nel dicembre 1969 è stata effettuata inoltre una redistribuzione di crediti AGP per \$210 milioni dalla Germania ad altri paesi partecipanti. Gli AGP saranno prorogati per un altro quinquennio a partire dall'ottobre 1970.

Durante il primo trimestre del 1970, i prelievi lordi dei paesi membri sono ammontati a \$706 milioni e a \$543 milioni i loro riacquisti lordi, ivi compresi quelli risultanti dai prelievi di altri paesi membri. I prelievi principali sono stati eseguiti dalla Francia (\$485 milioni) e dal Regno Unito (\$150 milioni). Quest'ultimo paese ha altresì riacquistato \$338 milioni dal Fondo, ciò che insieme agli acquisti di saldi in sterline da parte di altri paesi membri ha completato il rim-

borso dell'importo di \$1,4 miliardi prelevati nel maggio 1965. Durante il trimestre l'India ha compiuto un altro riacquisto di \$57 milioni.

Nel febbraio 1970 una risoluzione presentata dagli amministratori del Fondo per incrementare le quote dei paesi membri è stata approvata con la richiesta maggioranza dell'85%. Qualora tutti i paesi membri dovessero aumentare la propria quota nella misura massima proposta, il totale delle quote salirà dal loro attuale livello di \$21,3 miliardi a circa \$28,9 miliardi.

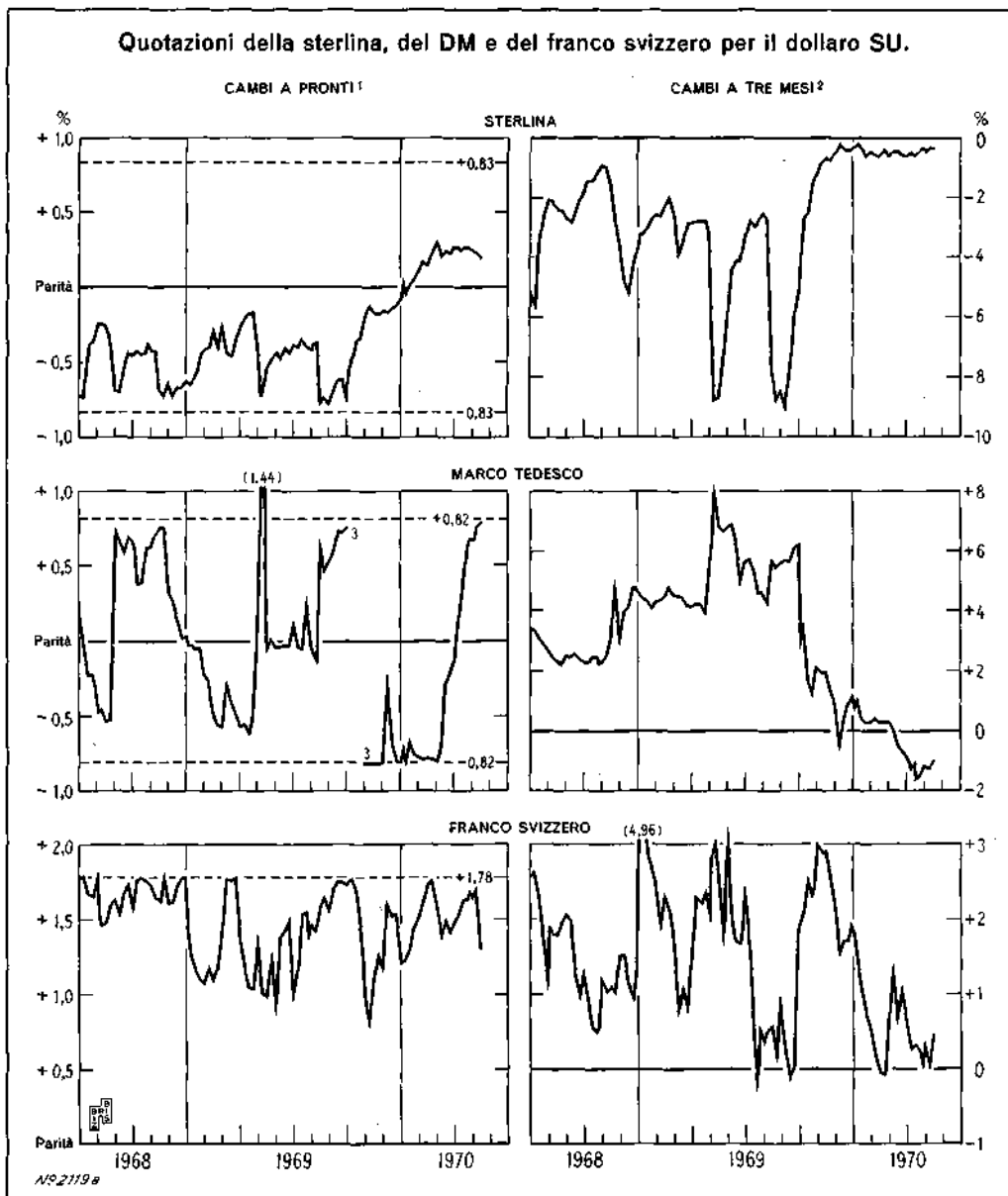
Mercati dei cambi.

Nel periodo sotto rassegna, per la maggior parte delle valute, il corso degli avvenimenti sui mercati dei cambi si può dividere in due fasi. Durante la prima di esse, protrattasi sino alla fine di settembre, le condizioni di fondo sono state disturbate dalle persistenti incertezze circa le parità di importanti valute, e, in più, dagli effetti prodotti dal ricorso al mercato dell'eurodollaro da parte delle banche SU. La decisione di lasciare il DM apprezzarsi, che ha fatto seguito alla svalutazione francese e alla comparsa di un avanzo nella bilancia di base del Regno Unito, ha dato inizio alla seconda fase, durante la quale la situazione generale sul mercato si è trasformata. Con l'aiuto di una flessione nei saggi d'interesse per l'eurodollaro verificatasi dopo il volgere dell'anno, nella primavera del 1970 la maggioranza delle principali valute europee erano, in contrasto con la situazione di un anno prima, sopra la pari con il dollaro. Le principali eccezioni a questo andamento sono state la lira italiana, il fiorino olandese e la corona svedese.

La sterlina. A prescindere da una breve interruzione all'inizio di marzo, durante i primi mesi del 1969 la situazione della sterlina stava migliorando. La liquidazione delle posizioni accumulate mediante la manovra dei termini di pagamento durante la crisi valutaria del novembre 1968, congiuntamente ai guadagni, elevati per ragioni stagionali, dei paesi appartenenti all'area della sterlina, ha offerto la possibilità alle autorità di acquistare cospicue quantità di valute estere sul mercato. Il cambio a pronti per il dollaro è salito da poco più del limite d'intervento inferiore all'inizio di gennaio a soltanto lo 0,1% sotto la pari a metà aprile.

Verso la fine di aprile la sterlina si è indebolita di nuovo con il vivace riaffiorare di aspettative di possibili mutamenti nelle parità del franco francese e del DM. Il cambio a pronti è caduto al limite d'intervento inferiore e ad un certo punto lo sconto a tre mesi rispetto al dollaro ha superato il 15% all'anno. Quando fu evidente che non sarebbero state introdotte variazioni nelle parità, la pressione si è attenuata. Verso la fine di maggio, sul mercato a pronti, il cambio per il dollaro era risalito allo 0,4% sotto la parità e ha continuato a muoversi piuttosto strettamente intorno a questo livello fino all'inizio di agosto quando le autorità avevano ormai recuperato le valute perdute durante la crisi di aprile-maggio. Anche sul mercato a termine le condizioni sono andate migliorando da metà maggio e, in luglio, lo sconto a tre mesi rispetto al dollaro è stato per lo più inferiore al 3%.

La svalutazione del franco francese, l'11 agosto, ha provocato nuove vendite di sterline. Il cambio a pronti per il dollaro è stato lasciato scendere un po' oltre il consueto limite d'intervento, a circa lo 0,8% sotto la parità, alla metà di agosto e poi di nuovo alla fine del mese, momento in cui lo sconto a tre mesi era salito all'8,5% per anno. All'inizio di settembre è stato reso noto che la bilancia dei pagamenti di base aveva registrato un avanzo durante il secondo trimestre, ma, sebbene non vi fosse alcuna effettiva pressione sulla sterlina, i cambi a pronti e a termine sono rimasti deboli sino alla fine di settembre. Poi, non appena il DM



¹ Dati di fine settimana come percentuali sopra (+) o sotto (—) la parità con il dollaro SU. ² Dati di fine settimana come premio (+) o sconto (—) rispetto al cambio a pronti, in percentuale all'anno. ³ Precedenti limiti d'intervento sospesi il 30 settembre; nuova parità dal 27 ottobre 1969.

ha cominciato ad apprezzarsi e il denaro a defluire dalla Germania, la sterlina è divenuta una delle valute più favorite. All'inizio di novembre il cambio a pronti per il dollaro era quasi alla pari e lo sconto a tre mesi si era ridotto a meno dell'1%. Il cambio a pronti è stato frenato dalla necessità di acquistare la maggior quantità possibile di dollari per il rimborso di debiti ufficiali, nonché dalle rinnovate pressioni esercitate sul mercato dell'eurodollaro, le quali si sono manifestate con l'avvicinarsi della fine dell'anno. Quando i saggi d'interesse per l'eurodollaro subirono una flessione verso l'ultimo dell'anno, la sterlina a pronti salì sopra la pari rispetto al dollaro per la prima volta dall'aprile 1968.

Poiché un cospicuo afflusso di fondi — parte per alleviare le pressioni sulla liquidità interna e parte come inversione delle posizioni precedentemente costituite contro la sterlina — si è sovrapposto ad un'eccedenza della bilancia dei pagamenti di base, dall'inizio dell'anno la domanda per sterline è stata assai sostenuta. All'inizio di marzo, il cambio a pronti è salito a circa lo 0,35% sopra la parità; ai primi di maggio, dopo due riduzioni nel saggio ufficiale di sconto, esso era ancora sostenuto e lo sconto a tre mesi rispetto al dollaro era quasi scomparso. Successivamente all'annuncio che le elezioni generali saranno tenute nel mese di giugno, le quotazioni si sono un po' indebolite.

Il marco tedesco. Durante la prima metà del 1969 il marco si è indebolito in seguito all'influsso esercitato dal saldo passivo della bilancia dei pagamenti. Dall'inizio dell'anno alla fine di febbraio, il cambio a pronti per il dollaro è sceso di circa lo 0,6% rispetto al livello in cui si trovava, cioè appena sotto la parità. Tranne che per alcuni giorni all'inizio di marzo, esso è rimasto piuttosto debole fino alla metà di aprile.

Il marco tedesco ha nuovamente cominciato a rafforzarsi verso la fine di aprile a causa delle incertezze circa la situazione politica francese. Poco dopo, voci di una rivalutazione del DM hanno ripreso a circolare e, durante i primi giorni di maggio, la domanda di marchi tedeschi ha raggiunto un livello senza precedenti. Il cambio a pronti per il dollaro ha superato il punto d'intervento superiore e il 9 maggio era dell'1,3% sopra la parità. Il premio a tre mesi rispetto al dollaro, che dall'inizio dell'anno aveva oscillato fra il 4 e il 5% annuo, è salito al 9% durante la crisi. Non appena è stata annunciata la decisione di non rivalutare, il cambio a pronti è sceso alla parità, al cui livello o poco al disotto è rimasto nei tre mesi successivi. Alla metà di agosto, subito dopo la svalutazione del franco francese, il marco a pronti è nuovamente salito al suo limite massimo rispetto al dollaro e durante il periodo pre-elettorale le quotazioni hanno fluttuato fra lo 0,5 e 0,75% sopra la parità. Il premio a tre mesi rispetto al dollaro, che si era ridotto a circa il 4% tra la crisi di maggio e la svalutazione del franco, si è ampliato ad oltre il 6% verso la fine di settembre.

Allo scopo di evitare una ripetizione della crisi di maggio, le autorità tedesche hanno chiuso il mercato dei cambi nei giorni 25 e 26 settembre, cioè immediatamente prima delle elezioni. Quando ne sono stati resi noti i risultati ed è sembrata probabile la formazione di un governo meno attaccato alla vecchia parità, i fondi hanno continuato ad affluire dall'estero e, il 30 settembre, le auto-

rità tedesche hanno cessato di acquistare dollari sul mercato al precedente punto superiore di DM 3,97. Il cambio a pronti per il dollaro è subito salito al 4,5% al disopra della parità. Alla metà di ottobre esso superava del 6,75% la parità e il 24 ottobre aveva raggiunto il livello del 7,3% sopra la pari. Il governo tedesco ha poi annunciato una rivalutazione ufficiale del 9,3%. Durante il periodo di transizione alla nuova parità, la Bundesbank è stata pronta ad acquistare giornalmente DM a cambi leggermente inferiori di quelli prevalenti sul mercato, ponendo così una base appena al disotto di ogni successivo aumento del cambio. Quando la nuova parità è stata fissata, le vendite di dollari a valere sulle riserve per far fronte al deflusso di fondi sono ammontate a \$1 miliardo. Il nuovo contenuto aureo del marco tedesco è di 0,242806 grammi, e la nuova parità col dollaro è di DM 3,66.

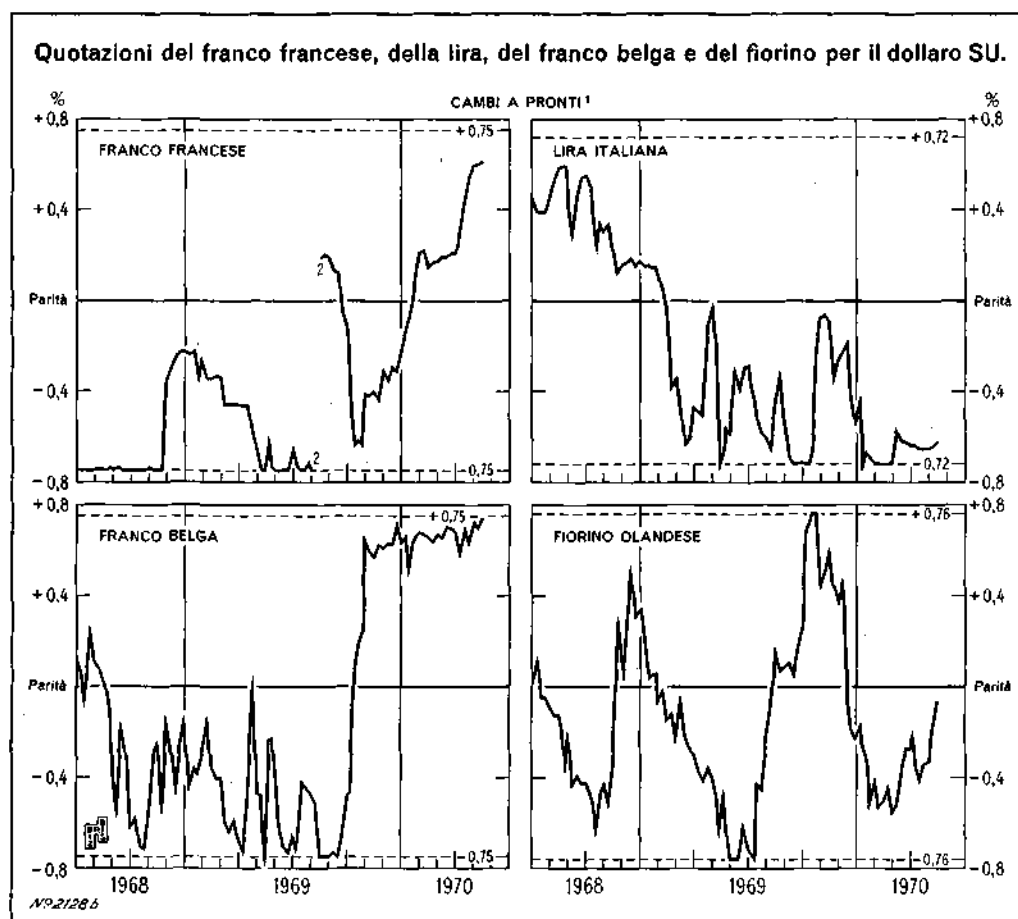
Quando il mercato dei cambi si è riaperto dopo la variazione della parità, il cambio a pronti ha raggiunto immediatamente il nuovo punto d'intervento inferiore, al quale, o vicino al quale, è poi rimasto per oltre quattro mesi, a prescindere da una brevissima ripresa all'inizio di dicembre quando il saggio di sconto della Bundesbank per le anticipazioni garantite è stato portato dal 7,5 al 9%. L'inasprimento della politica monetaria nel marzo 1970 ha provocato il costante miglioramento del cambio a pronti. La parità con il dollaro è stata raggiunta al principio di aprile e verso la metà di maggio il marco aveva raggiunto il suo punto d'intervento superiore. Dalla fine di settembre 1969, il premio a tre mesi sul dollaro ha incominciato a scendere regolarmente e nell'aprile 1970 è stato sostituito da uno sconto di oltre l'1% annuo.

Il franco svizzero. Sebbene le perturbazioni monetarie internazionali del 1969 non abbiano in linea generale colpito il franco svizzero, esse hanno occasionalmente esercitato qualche influsso sul cambio. All'inizio di marzo il nervosismo circa il franco francese ha provocato un afflusso di fondi in Svizzera, in seguito al quale il cambio a pronti per il dollaro ha raggiunto il suo livello massimo dell'1,78% sopra la pari prima delle consuete operazioni di fine trimestre delle banche. All'inizio di maggio il franco svizzero si è lievemente indebolito come parte del movimento generale di conversioni in DM. In ottobre, d'altra parte, la speculazione che il franco svizzero potesse venire rivalutato insieme al DM ha consentito al cambio a pronti per il dollaro di mantenersi vicino al suo limite superiore per parecchio tempo dopo la liquidazione delle operazioni di fine settembre delle banche. In seguito alle smentite ufficiali che le autorità contemplassero la possibilità di una rivalutazione, all'inizio di novembre il cambio è sceso bruscamente allo 0,8% sopra la parità con il dollaro, il livello più basso dal maggio 1968.

A prescindere da questi episodi, le esportazioni di fondi verso il mercato dell'eurodollaro hanno contribuito a tenere il cambio del franco svizzero al disotto del suo limite superiore di parità con il dollaro per la maggior parte del 1969. Al principio del 1970, l'indebolimento del cambio a pronti non ha assunto le consuete proporzioni dopo la liquidazione delle operazioni di fine anno. Alla metà di gennaio in una serie di proposte per misure antinflazionistiche venne compresa anche l'adozione di un sistema di depositi sulle esportazioni. Tale iniziativa, congiuntamente ai tentativi del governo di emendare la legislazione in modo

da consentire la variazione della parità monetaria senza dover ricorrere all'approvazione del parlamento, ha fatto ricordare al mercato la storia recente del DM. In febbraio, il cambio a pronti ha quasi raggiunto il suo limite superiore con il dollaro, ma la domanda di franchi svizzeri non era sostenuta e all'inizio di marzo il cambio era sceso all'1,4% sopra la parità. Un ulteriore aumento ha portato le quotazioni a più che l'1,7% sopra la parità con il dollaro ai primi di maggio, dopo di che esse si sono alquanto indebolite.

Il franco francese. All'inizio del 1969 la situazione sul mercato francese dei cambi stava ancora traendo qualche vantaggio dal controllo valutario e da altre misure adottate dalle autorità dopo la crisi del novembre 1968. Ciò non di meno, il cambio a pronti per il dollaro è andato ribassando quasi dall'inizio dell'anno e al principio di marzo era di circa lo 0,45% sotto la parità. In aprile, quando la situazione politica è deteriorata, il cambio a pronti si è indebolito ulteriormente rispetto al dollaro e in seguito alle dimissioni del Generale de Gaulle ha toccato il punto d'intervento inferiore, al quale livello, o poco discosto, è rimasto per la maggior parte del tempo fino all'8 agosto.



¹ Dati di fine settimana in percentuali sopra (+) o sotto (—) la parità con il dollaro SU. ² Nuova parità dall' 11 agosto 1969.

Quel giorno il governo ha annunciato una svalutazione dell'11,1%. Il nuovo contenuto aureo del franco è di 0,16 grammi e la nuova parità è di fr.fr. 5,5542 per dollaro SU. Le quotazioni a pronti per il franco sono subito salite a circa lo 0,2% al disopra della nuova parità con il dollaro. Alla metà di settembre, con l'approssimarsi delle elezioni tedesche, il cambio è tuttavia sceso al disotto della parità e, in contrasto con quanto era avvenuto nel caso della sterlina, ha continuato ad indebolirsi durante il mese di ottobre fino a superare lo 0,6% sotto la parità alla vigilia della rivalutazione tedesca. Da allora il miglioramento delle quotazioni di mercato per il franco è stato ancora più pronunciato che nel caso della sterlina. I termini di pagamento hanno incominciato a invertirsi non appena il DM è stato rivalutato ufficialmente, ma dapprima il cambio a pronti è salito piuttosto lentamente e all'inizio di dicembre era ancora dello 0,35% al disotto della parità. Poi, quando la bilancia commerciale ha manifestato netti sintomi di miglioramento, il consolidamento del franco ha acquistato slancio. Alla metà di gennaio è stata raggiunta la parità con il dollaro e all'inizio di maggio il cambio a pronti si è rialzato di un altro 0,6%.

La lira italiana. Diversamente dalla sterlina e dal franco francese, nel periodo sotto rassegna la lira si è sensibilmente indebolita sui mercati dei cambi. Dopo aver incominciato il 1969 a quasi lo 0,2% sopra la parità con il dollaro, il cambio a pronti era sceso a metà marzo a circa lo 0,6% al disotto della parità, in seguito alla pressione esercitata dal deflusso di capitali. Un mese dopo, la lira si è ripresa per brevissimo tempo, risalendo quasi alla parità, ma il 9 maggio la domanda per DM ha spinto il cambio a pronti al suo limite inferiore. Durante il successivo periodo di ripresa, la lira è rimasta ben al disotto della parità con il dollaro, nonostante che le banche abbiano dovuto rimpatriare le loro attività sull'estero, e si è perfino indebolita quando la stagione turistica si è avvicinata alla sua punta verso la fine di luglio e l'inizio di agosto.

Subito dopo la svalutazione francese e poi ancora, da metà settembre a metà ottobre, il cambio a pronti per il dollaro è ritornato al suo livello più basso. In seguito alla rivalutazione del DM, esso è migliorato considerevolmente e alla metà di novembre ha raggiunto per breve tempo la parità. La debolezza di fondo della bilancia dei pagamenti si è fatta, tuttavia, nuovamente sentire a partire dalla metà di dicembre e le cospicue perdite valutarie sofferte in gennaio e febbraio hanno tenuto la lira quasi sempre al suo limite inferiore. Verso la fine di febbraio, quando le disposizioni riguardanti il rimpatrio delle banconote italiane sono state inasprite, lo sconto delle quotazioni delle banconote medesime in Svizzera si è temporaneamente ampliato dal 4 al 7%. Sebbene, da allora, la bilancia dei pagamenti sia notevolmente migliorata e il biglietto di banca italiano si sia ripreso fino al 3,5% al disotto della parità, alla metà di maggio del 1970 la lira a pronti era ancora quotata, sul mercato ufficiale dei cambi, a più dello 0,6% al disotto della parità rispetto al dollaro.

Il franco belga. Durante i primi nove mesi del 1969 il franco belga ha subito le rispercussioni sia dell'attrazione esercitata dal mercato dell'eurodollaro, sia delle fasi intermittenti di perturbazione monetaria. Sotto l'influsso del primo di questi

fattori il cambio a pronti per il dollaro è diminuito, tra l'inizio di febbraio e il principio di aprile, da meno dello 0,2% al disotto della parità a quasi il punto d'intervento inferiore. Dopo un breve ritorno alla parità con il dollaro alla metà di aprile, la crisi valutaria, che aveva avuto inizio verso la fine di aprile, ha spinto temporaneamente il cambio a pronti al suo limite inferiore il 9 maggio. Un altro periodo di debole tenuta è incominciato alla fine di maggio, raggiungendo il suo apice subito dopo la svalutazione del franco francese. I timori che anche il franco belga potesse venire svalutato hanno riportato il cambio a pronti sul mercato ufficiale al suo limite inferiore e, contemporaneamente, sul mercato finanziario è apparso uno sconto di circa il 7%.

Il franco è rimasto debole per qualche tempo dopo la svalutazione del franco francese e il 12 settembre il cambio a pronti per il dollaro si trovava ancora al suo limite inferiore. Successivamente, però, con saggi d'interesse all'interno del paese assai più alti che precedentemente nell'anno e con i controlli valutari inspriti parecchie volte dall'aprile all'agosto, il franco belga è passato drammaticamente da una posizione di candidato alla svalutazione ad una, temporanea, di candidato alla rivalutazione. A partire da ottobre il franco è stato assai sostenuto sui mercati dei cambi; verso la fine di quel mese il cambio a pronti con il dollaro ha toccato il limite superiore d'intervento e alla fine dell'anno lo sconto del franco finanziario era praticamente scomparso. Alla metà di maggio del 1970, sul mercato ufficiale il cambio a pronti era quotato a più dello 0,7% al disopra della parità con il dollaro.

Il fiorino olandese. Assoggettate alle medesime pressioni esterne che hanno influito sul franco belga, nonché alle forze inflazionistiche interne, le quotazioni a pronti per il fiorino con il dollaro durante i primi cinque mesi del 1969 sono passate dallo 0,35% sopra la parità al limite d'intervento inferiore. Alla metà di luglio, dopo l'introduzione di controlli sulle posizioni verso l'estero delle banche, il cambio ha incominciato a salire e al principio di agosto ha superato di stretta misura la parità. Verso la fine di settembre ha avuto inizio un nuovo movimento ascendente delle quotazioni a pronti e alla metà di ottobre, con la prospettiva di una rivalutazione del DM, il mercato, memore di quanto era accaduto nel marzo 1961, ha spinto il cambio con il dollaro al suo limite superiore. Dopo le dichiarazioni ufficiali che questa volta il fiorino non avrebbe seguito il DM, il cambio a pronti si è indebolito. In novembre ha preso a scendere sensibilmente e verso la fine di gennaio 1970 era di oltre lo 0,5% al disotto della parità con il dollaro. In marzo il fiorino si è di nuovo consolidato e, sebbene una parte del terreno guadagnato sia stato perduto in aprile, alla metà di maggio il cambio a pronti è stato quotato assai vicino alla parità con il dollaro.

Altre valute europee. Per la maggior parte del 1969 la *corona svedese* si è trovata sotto pressione sul mercato dei cambi e le autorità hanno dovuto cedere cospicue quantità di valute prelevate dalle riserve. Il cambio a pronti per il dollaro ha fluttuato fra la parità, alla quale è stato sostenuto dalla Riksbank, e lo 0,4% circa sopra la pari. Nel febbraio 1970, sotto la spinta di ulteriori perdite valutarie, la Riksbank ha ritirato il suo sostegno al livello di parità e, all'inizio di marzo, il

cambio è sceso a circa lo 0,6% al disotto della parità. Alla metà di maggio, la corona era ancora dello 0,5% al disotto della sua parità con il dollaro. Alla metà di marzo 1969 la *corona danese* ha subito una flessione nella sua parità con il dollaro ed è rimasta debole fino alla rivalutazione tedesca. La successiva ripresa ha portato in novembre il cambio a pronti al disopra della parità, dove è rimasto fino alla metà di aprile 1970. Da allora le quotazioni si sono lievemente indebolite. Nel 1969 e nei primi mesi del 1970 la *corona norvegese* ha oscillato strettamente intorno alla parità con il dollaro. Nel periodo sotto rassegna lo *scellino austriaco* è stato quotato fra lo 0,4 e lo 0,8% al disopra della sua parità con il dollaro, rispecchiando così il persistente andamento favorevole della bilancia dei pagamenti. Al momento della crisi valutaria del maggio 1969 è tuttavia sceso fin quasi alla sua parità. Avendo la bilancia dei pagamenti registrato un cospicuo saldo passivo, le quotazioni a pronti per la *peseta* rispetto al dollaro sono scivolote dallo 0,4% al disopra della parità all'inizio di marzo a poco meno della parità alla fine di maggio e al principio di giugno. Dopo aver acquistato sostenutezza in agosto, quando i proventi dal turismo hanno toccato la loro punta, la *peseta* è stata lasciata ricadere poco al disotto della parità verso la fine di novembre, quando le voci di una svalutazione hanno sottoposto le riserve a forte pressione. La fiducia è stata rapidamente ristabilita e all'inizio di maggio 1970 il cambio superava di nuovo dello 0,4% la parità con il dollaro.

Il dollaro canadese. Durante la prima metà del 1969 il dollaro canadese si è indebolito in seguito all'aumento dei saggi d'interesse in altri paesi. Da un punto assai vicino al suo massimo limite effettivo all'inizio dell'anno il cambio a pronti rispetto al dollaro SU è caduto al disotto della parità in luglio. Una parte notevole dell'uscita di fondi, la quale ha più che compensato un cospicuo afflusso di capitali a lungo termine, era costituita da depositi bancari convertiti da residenti canadesi in dollari SU per evitare i limiti massimi fissati per i saggi d'interesse sui depositi in dollari canadesi. La Banca del Canada, oltre ad aumentare il suo saggio ufficiale di sconto, in tre fasi, dal 6,5 all'8% tra marzo e luglio, è intervenuta alla metà di luglio per ridurre direttamente tale deflusso di fondi, invitando le banche autorizzate a non consentire alcun incremento ulteriore del livello dei depositi "riportati" in dollari SU. Il cambio a pronti è immediatamente salito al disopra della parità con il dollaro e alla fine dell'anno aveva di nuovo raggiunto il suo limite massimo.

Durante i primi cinque mesi del 1970, in seguito, in parte, ad una bilancia dei pagamenti di base favorevole e, in parte, ai ribassi di alcuni saggi d'interesse esteri, la domanda per il dollaro canadese è stata assai sostenuta e le riserve ufficiali sono aumentate di oltre \$1,2 miliardi, ove si escluda la prima assegnazione di DSP al Canada. Alla fine di marzo è stato abolito il limite sui depositi "riportati" in dollari SU, ma il saggio di accumulazione delle riserve si è accelerato in aprile e maggio. Conseguentemente, le autorità hanno annunciato che, con decorrenza dal 1° giugno, il Fondo di stabilizzazione dei cambi del Canada cessa di acquistare per il momento saldi in dollari SU sufficienti per impedire che il cambio del dollaro SU sul mercato superi di più dell'1% il suo valore di parità di cents 92,5.

Altri sviluppi valutari.

Nella presente Relazione sono già state menzionate le due più importanti variazioni nella parità verificatesi nel 1969, e cioè quelle del franco francese e del DM. (La svalutazione francese è stata seguita da mutamenti analoghi nelle parità in tutti i paesi appartenenti all'area del franco, con l'eccezione di Algeria, Marocco e Tunisia.) Oltre a queste variazioni fondamentali, durante il periodo sotto rassegna si sono avute anche numerose modificazioni nei regolamenti valutari di paesi europei. La maggior parte di queste modificazioni possono essere raggruppate in due ampie categorie: da una parte, le misure adottate per contenere i movimenti di capitali verso l'estero, compresi i fondi a breve, molte delle quali non sono state altro che reazioni difensive alle uscite di capitali provocate dall'alto livello dei saggi d'interesse per l'eurodollaro e dalle aspettative di variazioni nelle parità monetarie; dall'altra, alcune attenuazioni di restrizioni valutarie nei paesi in cui le bilance dei pagamenti si stavano consolidando.

Per quanto concerne l'introduzione di nuove restrizioni valutarie, alcune misure di tal genere sono state prese in Belgio durante i primi nove mesi del 1969, quando il franco è venuto a trovarsi sotto notevole pressione. In aprile, le autorità hanno fissato limiti tanto per il totale delle attività in valute estere delle banche acquistate sul mercato ufficiale dei cambi, quanto per le loro anticipazioni a non residenti in valuta nazionale convertibile sul mercato ufficiale. A ciò ha fatto seguito, durante la crisi valutaria internazionale di maggio, una disposizione, intesa a ridurre i movimenti sfavorevoli dei termini di pagamento, in base alla quale le banche potevano cedere divise estere soltanto a importatori belgi per pagamenti autorizzati da effettuare immediatamente a non residenti. In agosto tutti gli acquisti individuali di valute sul mercato ufficiale superiori al controvalore di fr.belgi 10 milioni, cioè di \$200.000, furono assoggettati a preventiva autorizzazione, e, nel medesimo tempo, fu vietata la corresponsione di interessi sui saldi in valuta estera di residenti presso banche belghe, derivanti da proventi di esportazioni. Infine, il 1° ottobre, sono stati abbassati i limiti imposti alle attività estere detenute dalle banche, i quali erano stati introdotti in aprile.

In Danimarca, le banche erano state invitate, nel febbraio 1969, a diminuire di circa un quinto le loro attività in valute estere, riportandole al livello medio della prima metà del 1968. In maggio sono stati vietati i rimborsi anticipati di debiti verso l'estero dovuti da residenti danesi ed è stata introdotta l'autorizzazione preventiva per i pagamenti anticipati delle importazioni. Inoltre, alle banche è stato vietato di adempiere le riserve obbligatorie stabilite dalla Banca nazionale con un aumento delle loro attività estere, come precedentemente era stato possibile, tranne nei casi in cui la loro posizione netta sull'estero fosse negativa.

In Italia, durante il 1969 e all'inizio del 1970 sono state adottate alcune misure intese ad arginare le varie forme di uscite di capitali, che stavano indebolendo la posizione esterna, od a compensarne gli effetti. A pagina 136 è già stata menzionata la riduzione obbligatoria nella posizione netta sull'estero delle banche nel secondo trimestre del 1969. Il 1° aprile le autorità hanno inoltre sospeso l'autorizzazione generale, concessa alle banche, di partecipare a consorzi finanziari per la sottoscrizione e il collocamento in Italia di emissioni di titoli

esteri. Contemporaneamente, la vendita in Italia di parti di fondi d'investimento esteri è stata assoggettata alla condizione che il 50% delle attività di tali fondi deve essere investito in titoli italiani, e si è adottato un atteggiamento più restrittivo per quanto riguarda i trasferimenti all'estero di capitali di pertinenza di emigranti. Misure più drastiche per arrestare il deflusso di fondi sono state prese nel febbraio 1970, quando la massima dilazione al rimpatrio degli introiti da esportazioni è stata ridotta da un anno a quattro mesi dopo la consegna e il periodo massimo per il pagamento anticipato di importazioni è stato ridotto da un anno a trenta giorni prima dell'arrivo delle merci. In pari tempo, allo scopo di scoraggiare le esportazioni di biglietti di banca italiani, è stato stabilito che la rimessa di tali biglietti dall'estero, per l'accreditamento a conti in lire di non residenti, poteva essere effettuata soltanto alla Banca d'Italia in Roma.

Nei Paesi Bassi, le autorità hanno invitato le banche all'inizio del luglio 1969 ad abbassare il totale delle loro attività nette sull'estero al livello di fine maggio o alla media fra i livelli di fine marzo e fine aprile. Inoltre, era compito delle banche far sì che il livello medio delle loro attività nette sull'estero durante il secondo semestre del 1969 fosse del 10% inferiore al livello del periodo base prescelto. In novembre queste restrizioni sono state attenuate per consentire alle banche di aumentare le loro attività nette sull'estero fino al 125% del livello del periodo base prescelto.

In Spagna, all'inizio di dicembre 1969 è stato introdotto per il periodo di un anno un sistema di depositi sulle importazioni, allo scopo di contenere il deterioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Il sistema si applica a tutte le categorie d'importazioni; i depositi, infruttiferi, ammontano al 20% e la loro durata è di sei mesi.

In Svezia, le perdite di valute causate dall'elevato livello delle esportazioni di capitali, registrate nel 1969, hanno indotto le autorità ad introdurre un certo numero di nuove misure restrittive a partire da settembre. Le autorizzazioni ufficiali per investimenti diretti all'estero, il cui numero era raddoppiato nel 1969, sono state riportate al livello del 1968; le norme regolanti i riacquisti da parte di residenti di titoli svedesi detenuti all'estero, nonché il pagamento dei premi delle assicurazioni sulla vita e dei contributi per pensioni a compagnie all'estero, sono state inasprite; è stato vietato il pagamento d'interessi da parte di banche svedesi su conti in valute estere di residenti, sui quali vengono accreditati gli introiti da esportazioni; infine è stato adottato un atteggiamento più restrittivo per quanto riguarda i trasferimenti all'estero di capitali detenuti da emigranti.

Esaminando le attenuazioni delle restrizioni introdotte da paesi europei, durante il periodo sotto rassegna, nel Regno Unito, il sistema di depositi sulle importazioni è stato prorogato di un altro anno, fino al dicembre 1970, ma le aliquote dei depositi stessi sono state ridotte due volte, dal 50 al 40% nel dicembre 1969 e di nuovo, al 30%, nel maggio 1970. Inoltre, le autorità hanno manifestato la loro intenzione di non prorogare il sistema dei depositi oltre il dicembre 1970. Una seconda liberazione è costituita dall'aumento della quantità di valuta estera che i residenti britannici possono esportare per viaggi all'estero; la disposizione

è stata annunciata il 1° gennaio 1970 e l'assegnazione è stata portata da £50 all'anno, a £300 in valuta estera più £25 in sterline per viaggio.

In Francia, la svalutazione è stata immediatamente seguita da una modificazione nelle norme che regolano le transazioni di residenti in titoli esteri. Invece di essere obbligati a cedere sul mercato ufficiale dei cambi i loro saldi in valuta estera derivanti da vendite di titoli esteri, o a reinvestire tali saldi all'estero, i residenti possono venderli ad altri residenti che impieghino il ricavo all'estero. Questa misura ha introdotto nuovamente un mercato per i titoli esteri in Francia. Nel dicembre 1969 sono state attenuate le restrizioni sulle esportazioni dalla Francia di mezzi di pagamento esteri da parte di non residenti.

Nell'aprile 1970, quando la situazione monetaria esterna della Francia era notevolmente migliorata, sono stati annunciati due ulteriori temperamenti di restrizioni valutarie. La valuta che i residenti possono portare con sé ogni anno per viaggi all'estero, diversi da viaggi di affari, è stata aumentata da fr.fr. 1.000 a 1.500. E lo stesso mese il coefficiente applicabile ai depositi obbligatori di dollari da parte delle aziende di credito francesi presso la Banca di Francia, introdotti all'inizio del 1969 è stato portato dal 100 al 50% della posizione netta di ogni banca in valute estere nei confronti di non residenti.

Anche in Finlandia, l'assegnazione di valuta per viaggi all'estero da parte di residenti è stata aumentata, nel luglio 1969, da MF 1.000 a 3.000 per viaggio. La nuova assegnazione equivale a circa \$SU 715.

In Germania, la rivalutazione del DM del 27 ottobre è stata accompagnata dall'abolizione dell'imposta di confine sugli scambi del 4%, introdotta nel dicembre 1968. Successivamente, in novembre, in considerazione del cospicuo deflusso di fondi dalla Germania, sono state abolite le riserve legali marginali del 100% sulle passività delle banche verso non residenti e, in dicembre, è stato tolto il divieto di corrispondere interessi su depositi di non residenti presso banche tedesche.

In Grecia, dall'ottobre 1969 tutti i cittadini greci che lavorano all'estero hanno potuto aprire conti in valute convertibili presso banche situate nel paese, nei quali possono versare i loro guadagni percepiti all'estero. Su tali conti vengono attualmente corrisposti saggi d'interesse del 7-8% all'anno.

Durante il periodo sotto rassegna, negli Stati Uniti sono state apportate soltanto modificazioni di secondaria importanza nei controlli sulle uscite di capitali. Con effetto dall'ottobre 1969, l'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse sugli acquisti di titoli esteri da parte di cittadini americani è stata prorogata sino al marzo 1971. In pari tempo, le disposizioni della relativa legge sono state modificate per consentire all'Amministrazione di ridurre i saggi che si applicano agli acquisti di titoli esteri di nuova emissione, nel caso in cui la bilancia dei pagamenti migliori in misura sufficiente. Nel dicembre 1969 è stato annunciato che il programma di limitazione volontaria connesso alla bilancia dei pagamenti avrebbe continuato ad essere applicato nel 1970 senza modificazioni sostanziali. Tuttavia, l'importo al disopra del quale trovano applicazione le restrizioni sulle uscite di capitali destinati ad investimenti diretti, è stato portato da \$1 a 5 milioni, purché l'ammontare addizionale di \$4 milioni venga investito nei paesi in via di sviluppo.

Sono stati inoltre attenuati lievemente i controlli sul credito bancario per consentire alle banche di concedere crediti a non residenti, della durata di uno o più anni, per il finanziamento di esportazioni di merci americane, il cui importo non potrà superare, per ciascuna banca, lo 0,5% del totale delle sue attività a fine 1968. D'altra parte, i controlli sugli investimenti in titoli esteri da parte di istituzioni finanziarie non bancarie sono stati estesi per includervi gli acquisti di titoli giapponesi.

In Giappone, il continuo e cospicuo saldo attivo verso l'estero ha consentito di attenuare numerose procedure e regolamenti valutari nello scorso anno all'incirca. A pagina 141 sono già state menzionate le misure adottate dalle autorità giapponesi, dall'aprile 1969, per incoraggiare le banche a finanziare le importazioni non più in valuta estera, ma in yen, ciò che ha contribuito a provocare un'ampia inversione di tendenza, dalle passività nette alle attività nette, nelle posizioni sull'estero delle banche giapponesi. L'assegnazione di valuta per i viaggi all'estero di residenti giapponesi è stata inoltre aumentata da \$500 a 700 per viaggio nell'aprile 1969 e poi di nuovo a \$1.000 nel marzo 1970. Con decorrenza dal settembre 1969, sono state abolite le restrizioni sulle rimesse dal Giappone di redditi correnti da parte di cittadini stranieri, nonché di profitti guadagnati da società di proprietà estera situate in Giappone e costituite con fondi raccolti localmente prima del luglio 1963. Infine, nel febbraio 1970 è stato annunciato che i fondi d'investimento giapponesi potranno collocare fino alla metà dei loro capitali in titoli esteri, purché non superino il massimo globale di \$100 milioni.

Nelle Filippine, come parte di un programma di stabilizzazione inteso a migliorare l'andamento della bilancia dei pagamenti, nel febbraio 1970 è stata introdotta una riforma del sistema valutario, che ha comportato una notevole svalutazione della moneta. Il sostegno al peso alla parità di pesos $3,90 = \$SU 1$ è stato abbandonato e si è stabilito un mercato dei cambi libero per tutte le transazioni, escluse le vendite dell'80% dei proventi da importanti e specificate voci di esportazione, i quali continuano ad essere effettuati alla pari. Questa misura è stata accompagnata da alcune attenuazioni delle restrizioni imposte al commercio ed ai pagamenti. Nel marzo 1970 il cambio alla vendita sul mercato libero era di pesos $6,12 = \$SU 1$.

Nell'aprile 1970 è stata pure apportata una riforma al sistema valutario in Indonesia, abbinata ad altre misure di stabilizzazione. I due mercati dei cambi precedentemente esistenti sono stati fusi e si è stabilito un singolo cambio di rupie $378 = \$SU 1$, che prima era il cambio del mercato secondario. Esso si applica a tutte le transazioni, tranne che alle importazioni di beni e servizi pagate con valute provenienti da aiuti esteri, per le quali continua ad essere impiegato il cambio di rupie $326 = \$SU 1$.

In agosto 1969, il riel della Cambogia è stato deprezzato del 37% e il suo contenuto aureo è stato ridotto da 0,0253905 a 0,016 grammi. La nuova parità con il dollaro è di riel 55,542, ma il cambio rispetto al franco francese, che precedentemente non aveva corrisposto al rapporto fra il valore aureo delle due monete, è rimasto invariato a riel $10 = fr.fr. 1$.

Nel periodo sotto rassegna le unità monetarie delle Bermude, della Giamaica e della Rhodesia sono state mutate, passando dalla sterlina al dollaro. Nelle Bermude, dove il mutamento ha avuto luogo nel febbraio 1970, \$2,4 equivalgono ad una sterlina e il dollaro delle Bermude è alla pari con il dollaro SU. (Contemporaneamente, il dollaro delle Bahama è stato rivalutato lievemente e portato alla parità con il dollaro SU.) Nella Giamaica e in Rhodesia, paesi nei quali il dollaro è stato introdotto, rispettivamente, nel settembre 1969 e in febbraio 1970, due unità della nuova moneta sono pari ad una della vecchia e le nuove parità con il dollaro sono, rispettivamente, \$G 0,83 = \$SU 1 e \$R 1 = \$SU 1,40.

Nell'America latina nuovi e regolari allineamenti in diminuzione dei cambi sono stati registrati in Brasile e Cile. In Brasile il cambio libero, che nel maggio 1969 era di cruz. 4,0375 = \$SU 1, nei dodici mesi successivi è stato adeguato all'ingiù otto volte per una aliquota globale dell'11%. Questo deprezzamento è stato tuttavia assai inferiore a quello dei dodici mesi precedenti, quando era ammontato al 20%. La svalutazione dell'escudo cileno è stata recentemente assai più cospicua di quella del cruzeiro brasiliano e le modificazioni del cambio sono state più frequenti. Il deprezzamento cumulativo dell'escudo, durante l'anno antecedente al maggio 1970, è stato di circa un quarto. Nel Costarica, d'altra parte, il cambio alla vendita sul mercato libero, che in aprile 1969 era stato aumentato da colones 7,10 a 6,95, è stato unificato con il cambio ufficiale alla vendita di colones 6,65 = \$SU 1 in dicembre e contemporaneamente sono stati aboliti tutti i controlli valutari. In Argentina, il 1° gennaio 1970 è entrata in vigore una riforma monetaria; la moneta in circolazione è stata cambiata con la nuova nella misura di 100 unità vecchie per 1 nuova. La nuova parità con il dollaro è di pesos 3,50 = \$SU 1.

V. IL MERCATO DELLE EURODIVISE.

Nel 1969 il mercato delle eurodivise ha continuato a svilupparsi in misura considerevole. Le passività in divisa estera verso non residenti delle banche degli otto paesi europei dichiaranti hanno compiuto un balzo di \$22,8 miliardi portandosi a \$56,7 miliardi, e le loro attività hanno raggiunto \$58,2 miliardi con un aumento di ben \$20,2 miliardi. Al netto dei depositi reciproci, il volume globale del credito in essere sul mercato dell'eurodollaro è aumentato, secondo stime, da quasi \$30 miliardi a \$45 miliardi circa, mentre la componente in dollari è salita da \$25 a 37,5 miliardi.

Questa enorme espansione, nel corso della quale i saggi d'interesse sono stati spinti a livelli prima impensabili, rispecchia l'intensità con cui la domanda ha premuto sul mercato durante il 1969. Il fattore dominante di siffatto sviluppo è stata la stretta creditizia negli Stati Uniti e la conseguente pressante domanda di eurodollari da parte delle banche di quel paese, particolarmente nel corso del primo semestre. Un secondo fattore che ha anche manifestato la propria influenza soprattutto nel primo semestre, è stato il considerevole indebitamento in eurodollari delle banche francesi ed italiane, indotto dalle riduzioni imposte dalle autorità alle loro posizioni attive nette sull'estero. Un terzo fattore è stata la ricorrente domanda di dollari da convertire in marchi tedeschi, in previsione della variazione nella parità. E nel quarto trimestre, quando si è verificato un cospicuo riflusso di fondi esteri dalla Germania, le banche tedesche medesime hanno attinto al mercato dell'eurodollaro al fine di allentare la pressione gravante sulla loro liquidità.

Lo sviluppo senza precedenti del mercato dell'eurodollaro pone sul tappeto la questione delle conseguenze che tale sviluppo comporta in termini di bilancia dei pagamenti. Nell'esaminare questo problema è importante distinguere le varie direzioni in cui si sono mossi i flussi di eurodollari.

Nella misura in cui i fondi sono stati tanto forniti quanto utilizzati in via finale al di fuori degli Stati Uniti, altro non si è verificato che un flusso di capitali tra, o all'interno di, paesi terzi al quale, durante parte del suo cammino, è accaduto di essere stilato in dollari. E, come ogni altro flusso di capitali che avvenga al di fuori degli Stati Uniti, esso può sortire l'effetto di una redistribuzione tra i vari paesi di riserve ufficiali; ma non dovrebbe, in generale, interessare il loro volume globale (lasciando da parte la funzione di moneta di riserva adempiuta dalla sterlina), e non avrà grande influenza sulla situazione corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, così come non sarà da essa influenzato in misura notevole. Secondo quanto indicato dalle stime contenute nella tabella di pagina 171, i flussi di credito in eurodollari tra paesi terzi si sono ragguagliati nel 1969 a \$5 miliardi circa, e cioè a \$5,5 miliardi di fondi assorbiti e utilizzati al di fuori degli Stati Uniti, diminuiti di \$0,5 miliardi dovuti ad un flusso indiretto di capitali dall'area dichiarante agli Stati Uniti attraverso le Bahama e certe altre località.

I residui \$7,5 miliardi dell'incremento di \$12,5 miliardi registrato dai crediti in eurodollari sono stati verso residenti SU, ed in primo luogo verso banche SU. Questo flusso di eurodollari verso gli Stati Uniti è stato sostanzialmente alimentato da quattro principali sorgenti. Tre di queste non hanno comportato alcun effettivo flusso netto di capitali verso gli Stati Uniti; esse sono: 1) un deflusso di fondi SU verso il mercato dell'eurodollaro stimato a \$2 miliardi circa; 2) un trasferimento, da parte di privati non residenti SU, di loro saldi in dollari da banche degli Stati Uniti a banche insediate sul mercato dell'eurodollaro, per un ammontare di \$0,5 miliardi; 3) un trasferimento, da parte di organismi ufficiali esteri, di loro averi in dollari da Nuova York a banche fuori degli Stati Uniti per un totale forse di \$1,5 miliardi a un dipresso. Quanto si è verificato in questi tre casi — per un volume globale di circa \$4 miliardi — è stato un flusso circolare di fondi dagli Stati Uniti al mercato dell'eurodollaro, e da questo di nuovo agli Stati Uniti. Questi giri di fondi non hanno avuto ovviamente alcun effetto sulla liquidità bancaria privata e sulle riserve ufficiali dei paesi diversi dagli Stati Uniti, ma hanno in parte esercitato un considerevole impatto sui conti con l'estero di questi ultimi. Il movimento circolare di fondi SU — caso sub 1) — ha fatto salire per corrispondenti \$2 miliardi il deficit di liquidità, mentre il giro dei fondi ufficiali esteri — caso sub 3) — ha trovato corrispondenza in un aumento per \$1,5 miliardi del saldo attivo delle transazioni ufficiali. Nel caso sub 1) l'espansione del mercato dell'eurodollaro è stata quindi uno dei motivi del deficit SU di liquidità, mentre nel caso sub 3) essa ne è invece stata in parte una conseguenza, dal momento che in assenza di questo deficit gli organismi ufficiali esteri avrebbero avuto a disposizione meno riserve e in misura non trascurabile da trasferire sul mercato dell'eurodollaro. Nel caso sub 2) non vi è stato alcun nesso causale diretto, in un senso o nell'altro, con la bilancia dei pagamenti SU.

Solamente nel caso della quarta sorgente si è manifestata la tendenza al crearsi di un effettivo afflusso di capitali verso gli Stati Uniti e di una correlativa riduzione di riserve ufficiali e di liquidità bancaria privata nel resto del mondo.

Effetti sulle bilance dei pagamenti dei flussi di eurodollari nel 1969 (stime).

Origini dei fondi presi a prestito dalle banche SU	Effetti su		
	saldo di liquidità SU	saldo dei regolamenti ufficiali SU	saldo dei regolamenti ufficiali del resto del mondo
miliardi di dollari SU			
1) Esportazioni di fondi SU al mercato dell'eurodollaro (\$2 miliardi)	— 2,0	—	—
2) Trasferimenti di fondi privati esteri dagli Stati Uniti al mercato dell'eurodollaro* (\$0,5 miliardi)	—	—	—
3) Trasferimenti di fondi ufficiali esteri dagli Stati Uniti al mercato dell'eurodollaro* (\$1,5 miliardi)	—	1,5	—
4) Trasferimenti di fondi detenuti fuori degli Stati Uniti verso il mercato dell'eurodollaro (\$3,5 miliardi)	—	3,5	— 3,5
Totale (\$7,5 miliardi)	— 2,0	5,0	— 3,5

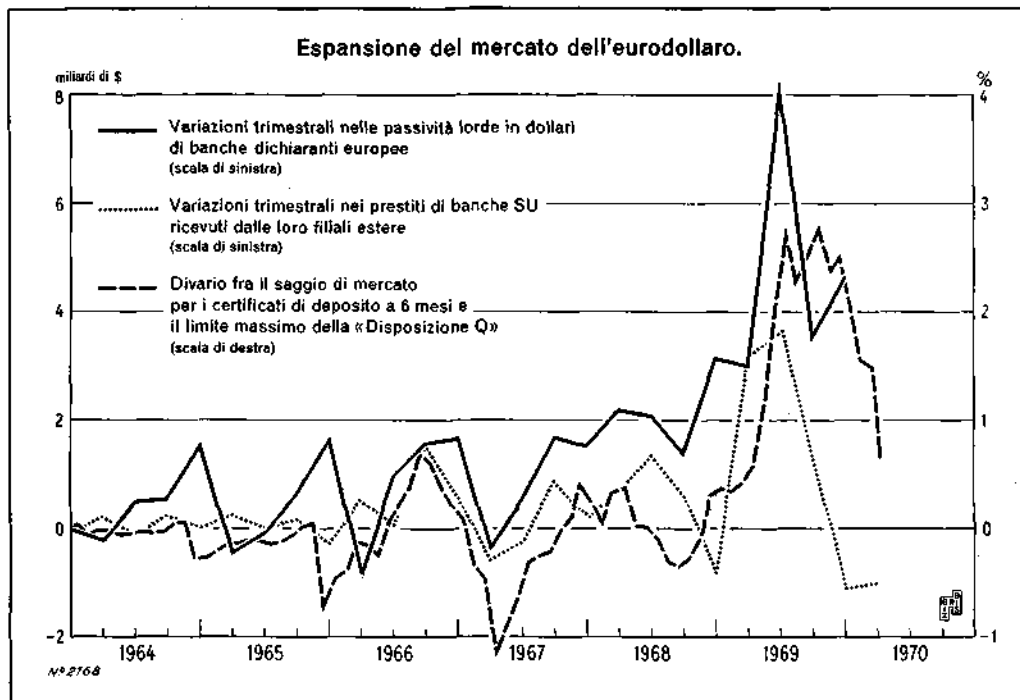
* Questi fondi sono considerati tutti detenuti sotto forma "liquida". Nella misura in cui ciò effettivamente non sia stato, i dati della prima colonna rispecchiano in difetto l'impatto negativo dei flussi di eurodollari sul saldo di liquidità degli Stati Uniti.

E ciò si è verificato nella misura in cui i fondi presi a prestito dalle banche SU sono scaturiti dalla conversione in dollari di altre valute. Calcolato per differenza, questo flusso di capitali diretti verso gli Stati Uniti è salito a circa \$3,5 miliardi (cioè \$7,5 miliardi meno \$4 miliardi). Probabilmente è questo il principale caso in cui possa ravvisarsi un forte nesso causale tra il deficit di liquidità SU e l'espansione del mercato, atteso che senza un deficit così cospicuo gli altri paesi non avrebbero certo avuto la possibilità di affrontare il costo, pari a \$3,5 miliardi in termini di riserve, del movimento di eurodollari verso gli Stati Uniti.

L'afflusso di capitali per \$3,5 miliardi non ha ridotto il deficit SU di liquidità dal momento che è stato registrato tra le partite fuori bilancio, ma, ovviamente, ha dato luogo ad un corrispondente miglioramento nel saldo SU dei regolamenti ufficiali. Esso ha tuttavia esercitato un effetto espansionistico sulla base monetaria dell'economia SU nella sola misura in cui i paesi interessati hanno finanziato i loro corrispondenti deflussi di capitali avvalendosi non delle loro riserve di dollari, ma a mezzo di vendite di oro o traendo sugli accordi di riporto con il Sistema della Riserva federale. A parte questa eccezione, quanto è accaduto in questo come negli altri tre casi prima analizzati, è stato in sostanza un trasferimento di proprietà di saldi in dollari già detenuti negli Stati Uniti.

Si deve osservare che i dati esposti nei precedenti paragrafi riguardano solo i fondi che sono passati in un qualsiasi momento attraverso le banche dei paesi europei dichiaranti. In confronto, le statistiche SU indicano un incremento delle passività liquide verso le banche commerciali estere di \$9,3 e non di 7,5 miliardi.

La parte avuta dalla Disposizione Q nella stretta creditizia degli Stati Uniti e le sue ripercussioni sul mercato dell'eurodollaro, così come le misure cautelative adottate da altri paesi, sono già state esaminate in precedenti capitoli. Il grafico di pagina 160 getta uno sguardo sugli effetti della Disposizione Q in una prospettiva di più lungo periodo. Esso suggerisce una correlazione abbastanza stretta tra l'effetto restrittivo dei limiti massimi previsti dalla Disposizione Q sulle banche SU, misurato dal premio dei saggi del mercato monetario SU sui corrispondenti saggi massimi previsti dalla Disposizione medesima, e l'espansione dei depositi in dollari detenuti presso banche al di fuori degli Stati Uniti. Ma il grafico indica anche che il mercato dell'eurodollaro è andato dilatandosi, sia pure ad un ritmo relativamente più blando, persino nel periodo in cui i saggi del mercato monetario degli Stati Uniti erano inferiori a quelli della Disposizione Q, e cioè quando i limiti massimi previsti da quest'ultima non erano in realtà operativi. Le flessioni verificatesi nei depositi di eurodollari durante il primo trimestre del 1965, 1966 e 1967 erano in parte dovute alla normale diminuzione stagionale dei saggi sui depositi di eurodollari connessa con le operazioni di inversione di quelle di fine anno. Nel medesimo tempo, si può osservare nel grafico che, quando sono stati operativi, i limiti della Disposizione Q hanno impresso una forte spinta all'espansione del mercato. Questa spinta ha agito in due direzioni fondamentali: in primo luogo, rafforzando le possibilità delle banche insediate sul mercato dell'eurodollaro di offrire saggi più elevati che le banche negli Stati Uniti; e, in secondo luogo, facendo aumentare la richiesta di fondi in eurodollari da parte delle banche SU, e spingendo quindi all'insù i saggi sui depositi di tale



divisa. Effetti di questo tipo si possono scorgere nel 1966, nel primo semestre del 1968 e, in particolare, nel 1969 quando il premio dei saggi del mercato secondario per i certificati di deposito SU sui corrispondenti saggi massimi della Disposizione Q si è ampliato ad oltre il 2%. La diminuzione dell'indebitamento netto delle banche SU nel secondo semestre del 1969, avvenuta nonostante il persistente elevato livello di tale premio, è senza dubbio in parte ascrivibile alle misure adottate dalle autorità americane per ridurre l'incentivo delle banche SU ad indebitarsi sul mercato dell'eurodollaro.

Una di tali misure, in vigore dal 31 luglio, veniva a chiudere una grossa falla nel conteggio delle riserve obbligatorie, determinatasi in relazione ad alcuni tipi di operazioni in eurodollari svolte dalle banche SU con l'intervento delle loro filiali all'estero. Questa misura imponeva alle banche SU di considerare come depositi a vista soggetti agli obblighi di riserva gli assegni da esse emessi per conto delle loro filiali estere. Un secondo provvedimento, annunciato verso la fine di giugno ed entrato in vigore con il periodo di calcolo delle riserve iniziatosi il 4 settembre, ha imposto un coefficiente marginale di riserva del 10% sui debiti in eurodollari contratti dalle banche SU con le loro filiali estere in eccedenza all'ammontare medio in essere nel maggio 1969. Questo coefficiente, con determinate modalità, è stato anche applicato ai prestiti diretti concessi dalle filiali a residenti SU non bancari, ai trasferimenti di attività da banche SU a loro filiali estere ed ai debiti contratti con banche estere. Inoltre, si è stabilito che una riduzione nell'indebitamento di una banca verso le sue filiali dell'estero al di sotto della media di maggio, avrebbe automaticamente comportato una corrispondente diminuzione della loro base di riserva libera, volendosi con ciò

prevenire, in pratica, un rovesciamento troppo rapido del flusso di eurodollari verso gli Stati Uniti.

Poichè il massimo coefficiente di riserva cui sono sottoposti i depositi vincolati di residenti presso le banche SU è del 6%, l'applicazione del suddetto 10% di riserva obbligatoria significa che, supponendo eguali condizioni di saggio d'interesse, è divenuto più costoso per le banche degli Stati Uniti raccogliere fondi attraverso le loro filiali estere che accettarli in deposito negli Stati Uniti medesimi. Gli effetti di ciò sono stati già avvertiti nei confronti dei depositi di pertinenza di organismi ufficiali esteri, ai cui saggi non si applicano i limiti massimi previsti dalla Disposizione Q; offrendo saggi più favorevoli a Nuova York che a Londra, le banche SU nell'ultimo trimestre del 1969 hanno preso ad incoraggiare detti organismi a riportare negli Stati Uniti i loro saldi in dollari. Sembra verosimile che, in caso di diminuzione dei saggi del mercato monetario SU al disotto di quelli previsti dalla Disposizione Q, il citato coefficiente marginale del 10% porrà fine a massima parte dell'indebitamento in eurodollari delle banche SU in eccedenza alle loro quote di riserva libera, ammontanti complessivamente a circa \$10 miliardi.

Posizioni globali sull'estero. La crescente interdipendenza dei mercati finanziari nazionali si è rispecchiata in un aumento quasi esplosivo delle posizioni a breve sull'estero delle banche. Le passività esterne delle banche degli otto paesi europei dichiaranti sono aumentate di \$24,7 miliardi sino a raggiungere \$72,1 miliardi, mentre le loro attività sono salite di \$22,9 a 70,6 miliardi. La loro posizione netta globale sull'estero, che nel 1968 era passata da circa \$1,9 miliardi di passività a \$0,3 miliardi di attività, è tornata ad essere negativa per \$1,5 miliardi. Questo afflusso netto di \$1,8 miliardi potrebbe destare meraviglia in rapporto al forte drenaggio di fondi operato dalle banche SU. Peraltro, esso va più che ascritto alle banche francesi, italiane e svedesi, le quali si sono uniformate alle direttive impartite dalle rispettive banche centrali, ed alle banche tedesche, toccate dall'ampio deflusso di fondi seguito alla rivalutazione del marco. Tutti e quattro questi paesi hanno presentato cospicui saldi passivi nelle bilance dei pagamenti. La posizione netta sull'estero delle banche di Regno Unito e Svizzera, entrambi paesi a bilancia attiva, ha registrato considerevoli incrementi. Analogamente, le attività nette sull'estero delle banche di due altri paesi con bilancia dei pagamenti attiva, e cioè Canada e Giappone, non comprese nei totali sopra esposti, sono salite rispettivamente di \$0,5 e 1,5 miliardi.

Di gran lunga la maggior parte dell'aumento delle posizioni sull'estero è stato in divise estere; le passività ed attività in valuta nazionale delle banche europee dichiaranti sono salite soltanto di \$1.840 e 2.660 milioni rispettivamente. La massima parte di questi due ultimi incrementi vanno ascritti a Regno Unito, Svizzera e Germania. I \$820 milioni di aumento nelle attività nette in valuta nazionale sono tutti da ascrivere alle partite corrispondenti ancora più ampie delle banche svizzere e britanniche: le prime hanno esportato l'eccedenza di liquidità interna esclusivamente sotto forma di franchi svizzeri ed hanno visto ridursi le loro attività nette esterne in divise estere, le seconde hanno registrato un cospicuo incremento dei loro crediti all'esportazione.

Le passività ed attività in dollari delle banche europee sono aumentate di \$19.200 e 17.150 milioni rispettivamente, e quelle stilate in ciascuna delle altre sei valute estere dichiarate di \$3.500 e 3.210 milioni rispettivamente. Ai livelli di \$46,1 e 47,6 miliardi, le passività ed attività in dollari in essere alla fine del 1969 erano pressochè tre volte più elevate di quelle in essere nel dicembre 1966. Le attività globali nette in dollari delle banche europee si sono dilatate di \$790 milioni nel primo semestre, a seguito di conversioni di altre valute effettuate allo scopo di prestare dollari alle banche SU, ma sono poi diminuite di \$990 milioni nel terzo trimestre per effetto della corsa al DM. Un'ulteriore flessione di \$1.850 milioni nell'ultimo trimestre ha principalmente rispecchiato l'indebitamento in eurodollari da parte delle banche tedesche ed uno spostamento dal mercato dell'eurodollaro verso Nuova York di attività in dollari detenute dalla BRI.

Il grosso dell'aumento registrato dalle posizioni nelle altre sei valute dichiarate è stato in marchi tedeschi e franchi svizzeri, mentre le posizioni in sterline e franchi francesi hanno continuato a perdere di importanza. L'espansione in marchi tedeschi (escluse ovviamente le posizioni sull'estero in tale valuta delle banche tedesche) è stata particolarmente sensibile, essendo aumentate le passività di \$1.630 milioni e le attività di \$2.070 milioni. L'incremento delle passività può essere stato in certa misura provocato dallo sviluppo, nel 1969, delle emissioni internazionali di obbligazioni stilate in DM, ma il principale motivo determinante di esso risiede nella crescita dei depositi intrattenuti in previsione di una variazione della parità del marco tedesco. Ciò è reso evidente dal fatto che le passività in DM si sono dilatate di \$1.740 milioni nel secondo e terzo trimestre, riducendosi poi di \$160 milioni nel corso del trimestre successivo. Questo stesso andamento temporale è ancora più marcato nel caso delle attività, le quali, nei due periodi sopra indicati, sono prima salite di \$2.960 milioni e poi diminuite di \$990 milioni. Il conseguente incremento di \$1.220 milioni nelle attività bancarie nette in DM nel secondo e terzo trimestre può avere in parte rispecchiato le coperture a pronti effettuate dalle banche sulle vendite a termine di DM ai clienti.

Le passività in franchi svizzeri delle banche dichiaranti si sono accresciute di \$1.730 milioni, e le loro attività di \$1.160 milioni. L'aumento particolarmente rapido delle passività ha rispecchiato soprattutto il fatto che le banche svizzere (le cui posizioni sono naturalmente escluse dai dati ora indicati) hanno esportato la loro liquidità in eccesso sotto forma di valuta nazionale, lasciando alle banche corrispondenti estere la conversione di tali fondi in dollari o altre valute.

Per quanto riguarda i singoli paesi, le banche del Regno Unito, da sole, hanno partecipato per oltre metà all'aumento registrato dalle passività ed attività esterne in valuta estera. Le loro passività sono salite di \$11,6 miliardi sino a raggiungere \$28,7 miliardi, e le loro attività, aumentate di \$11,7 miliardi, si sono portate a \$28,8 miliardi, gran parte dei quali si riferisce alle filiali londinesi delle banche SU. La parte rappresentata da banche RU come fornitori e prenditori ultimi di fondi in eurodollari è peraltro rimasta relativamente modesta, e ciò per il fatto che i movimenti verso l'esterno sono stati ostacolati dai controlli valutari, e quelli verso l'interno dall'elevato costo della copertura a termine prevalente per quasi tutto il 1969.

Banche dichiaranti: Passività ed attività a breve verso non residenti.¹

Paesi	Fine mese	Passività		Attività		Posizione netta		
		Valuta nazionale	Valute estere	Valuta nazionale	Valute estere	Valuta nazionale	Valute estere	Totale
milioni di dollari SU								
Belgio-Lussemburgo	1968 Dicembre	590	2.670	330	2.320	— 260	— 350	— 610
	1969 Marzo	600	2.860	340	2.580	— 260	— 280	— 540
	Giugno	570	3.620	340	3.370	— 230	— 250	— 480
	Settembre	470	3.580	350	3.220	— 120	— 360	— 480
	Dicembre	510	4.030	340	3.640	— 170	— 390	— 560
Francia	1968 Dicembre	700	4.640	390	4.660	— 310	20	— 290
	1969 Marzo	680	5.040	310	4.380	— 370	— 660	— 1.030
	Giugno	650	5.770	290	5.230	— 360	— 640	— 900
	Settembre	860	6.530	290	5.940	— 570	— 590	— 1.160
	Dicembre	880	7.490	300	6.970	— 580	— 520	— 1.100
Germania	1968 Dicembre	3.030	580	1.500	1.640	— 1.530	1.060	— 470
	1969 Marzo	2.320	560	1.650	1.780	— 670	1.220	550
	Giugno	2.740	1.000	2.000	2.560	— 740	1.560	820
	Settembre	3.200	1.160	1.580	2.540	— 1.620	1.380	— 240
	Dicembre	3.670	2.140	1.990	1.850	— 1.680	— 290	— 1.970
Italia	1968 Dicembre	600	3.730	300	4.470	— 300	740	440
	1969 Marzo	670	3.780	350	4.590	— 320	810	490
	Giugno	750	4.690	400	5.000	— 350	310	— 40
	Settembre	710	4.920	410	5.160	— 300	340	40
	Dicembre	760	6.310	440	6.430	— 320	120	— 200
Paesi Bassi	1968 Dicembre	620	1.460	430	1.560	— 190	100	— 90
	1969 Marzo	590	1.450	460	1.640	— 130	190	60
	Giugno	720	1.980	600	2.170	— 120	190	70
	Settembre	640	2.280	490	2.460	— 150	180	30
	Dicembre	800	2.490	520	2.770	— 280	280	—
Regno Unito	1968 Dicembre	4.670	17.110	4.110	17.060	— 560	— 50	— 610
	1969 Marzo	4.620	19.750	4.240	19.720	— 380	— 30	— 410
	Giugno	4.790	25.280	4.510	25.280	— 280	—	— 280
	Settembre	4.560	27.910	4.620	28.000	60	90	150
	Dicembre	4.760	28.710	4.630	28.770	70	80	130
Svezia	1968 Dicembre	230	300	90	700	— 140	400	260
	1969 Marzo	240	410	130	710	— 110	300	190
	Giugno	270	430	150	740	— 120	310	190
	Settembre	260	430	130	720	— 130	290	160
	Dicembre	240	450	100	660	— 140	210	70
Svizzera ²	1968 Dicembre	3.180	3.350	2.580	5.610	— 600	2.260	1.660
	1969 Marzo	3.360	3.670	3.150	5.760	— 210	2.090	1.880
	Giugno	3.350	4.570	3.730	7.220	380	2.650	3.030
	Settembre	3.500	4.830	3.980	7.500	480	2.670	3.150
	Dicembre	3.840	5.030	3.870	7.130	30	2.100	2.130
Totale	1968 Dicembre	13.620	33.840	9.730	38.020	— 3.890	4.160	290
	1969 Marzo	13.080	37.520	10.630	41.160	— 2.450	3.640	1.190
	Giugno	13.840	47.340	12.020	51.570	— 1.820	4.230	2.410
	Settembre	14.200	51.540	11.850	55.540	— 2.350	4.000	1.650
	Dicembre	15.460	56.650	12.390	58.220	— 3.070	1.570	— 1.500
Canada	1968 Dicembre	610	2.750	80	4.240	— 530	1.490	960
	1969 Marzo	610	3.350	80	4.900	— 530	1.550	1.020
	Giugno	630	3.700	90	5.540	— 540	1.840	1.300
	Settembre	620	4.060	80	6.010	— 540	1.950	1.410
	Dicembre	630	4.330	110	6.300	— 520	1.970	1.450
Giappone	1968 Dicembre	370	4.210	—	4.450	— 370	240	— 130
	1969 Marzo	330	4.190	—	4.350	— 330	160	— 170
	Giugno	350	3.900	10	4.810	— 340	810	570
	Settembre	340	3.810	10	5.170	— 330	1.380	1.030
	Dicembre	370	4.130	10	5.850	— 360	1.720	1.360

¹ I dati di questa tabella sono in parte ricavati da serie diverse da quelle utilizzate nel resto di questo capitolo e non sono quindi strettamente confrontabili con esse. ² Compresa le attività e passività in eurodivise della BRI.

Posizioni sull'estero delle banche europee dichiaranti
in dollari e in alcune altre valute estere.

Fine periodo	Dollari	Altre valute estere						
		Totale	Marchi tedeschi	Franchi svizzeri	Sterline	Fiorini olandesi	Franchi francesi	Lire italiane
milioni di dollari SU								
Passività								
1964 Dicembre	9.650	2.570	770	820	760	90	80	50
1965 Dicembre	11.390	2.820	870	930	730	170	100	20
1966 Dicembre	14.760	3.570	970	1.220	710	70	570	30
1967 Giugno	14.930	4.120	1.470	1.300	950	90	280	30
Dicembre	19.110	4.150	1.670	1.400	800	100	150	30
1968 Marzo	20.280	5.110	2.110	1.750	920	90	200	40
Giugno	22.360	5.590	2.180	2.030	1.020	120	190	50
Settembre	23.740	6.220	2.680	2.160	890	170	280	60
Dicembre	26.860	6.670	3.010	2.300	800	250	230	80
1969 Marzo	29.860	7.420	3.060	2.800	900	280	260	120
Giugno	37.980	9.120	4.260	3.290	910	350	170	140
Settembre	41.420	9.940	4.800	3.790	760	240	170	180
Dicembre	46.060	10.170	4.640	4.030	810	350	210	130
Attività								
1964 Dicembre	9.000	3.030	1.100	680	940	140	100	70
1965 Dicembre	11.590	3.550	1.390	760	980	230	140	50
1966 Dicembre	16.060	3.840	1.420	930	800	170	450	70
1967 Giugno	16.580	4.480	1.670	830	1.340	200	360	80
Dicembre	19.890	4.570	2.060	1.110	870	230	240	60
1968 Marzo	22.270	5.410	2.500	1.580	740	210	300	80
Giugno	25.560	5.540	2.730	1.570	600	280	260	100
Settembre	27.420	6.220	3.330	1.700	620	240	240	90
Dicembre	30.420	6.980	3.920	1.820	610	290	240	100
1969 Marzo	33.650	7.050	4.020	1.850	590	250	220	120
Giugno	42.230	8.730	5.380	2.010	670	310	200	160
Settembre	44.780	10.370	6.980	2.240	630	240	150	130
Dicembre	47.570	10.190	5.990	2.990	580	370	150	120
Posizione netta								
1964 Dicembre	- 650	460	330	- 140	180	50	20	20
1965 Dicembre	200	730	520	- 170	250	60	40	30
1966 Dicembre	1.300	270	450	- 290	90	100	- 120	40
1967 Giugno	1.650	360	200	- 470	390	110	80	50
Dicembre	1.780	420	390	- 290	70	130	90	30
1968 Marzo	1.990	300	390	- 170	- 180	120	100	40
Giugno	3.200	- 50	550	- 460	- 420	180	70	50
Settembre	3.660	-	670	- 460	- 270	70	- 40	30
Dicembre	3.560	310	910	- 480	- 190	40	10	20
1969 Marzo	3.790	- 370	960	- 950	- 310	- 30	- 40	-
Giugno	4.350	- 390	1.120	- 1.280	- 240	- 40	30	20
Settembre	3.360	430	2.180	- 1.550	- 130	-	- 20	- 50
Dicembre	1.510	20	1.350	- 1.050	- 230	20	- 60	- 10

Sebbene meno importanti come intermediarie di quelle del Regno Unito, le banche svizzere hanno occupato il primo posto come fornitrici nette di fondi in eurodivise. Nel 1969 le loro attività nette esterne in valuta nazionale ed estera (comprese le posizioni in eurodivise della BRI) sono aumentate complessivamente di \$470 milioni, avendo una flessione di \$1.020 milioni nell'ultimo trimestre annullato in larga misura l'incremento di \$1.490 milioni verificatosi nei tre precedenti trimestri. Un motivo della forte contrazione registrata nell'ultimo tri-

mestre sta nei rimpatri di fondi effettuati in connessione con la chiusura dei conti di fine anno; mentre negli anni precedenti detti rimpatri erano stati bilanciati da più cospicue operazioni di impiego in eurodivise da parte della BRI, negli ultimi tre mesi del 1969 la flessione è stata accentuata dal fatto che quest'ultima ha trasferito negli Stati Uniti parte dei suoi averi in dollari detenuti presso banche operanti sul mercato dell'eurodollaro.

Lo scorso anno le passività esterne in valute estere delle banche francesi sono aumentate di \$2.850 milioni, e le loro attività di \$2.310 milioni. La loro posizione netta è passata da \$20 milioni di attività a \$520 milioni di passività. Le attività nette in divise estere delle banche italiane sono cresciute di \$70 milioni, a \$810 milioni nel primo trimestre, ma sono diminuite di \$690 milioni durante il resto dell'anno. I dollari ottenuti a riporto dall'Ufficio italiano dei cambi sono scesi, per un ammontare di \$410, a 1.590 milioni. Le attività nette in dollari delle banche olandesi sono aumentate da \$10 a 540 milioni, mentre la loro posizione netta in altre valute estere dichiarate è mutata, passando da \$60 milioni di attività a \$280 milioni di passività.

Le variazioni di gran lunga più ampie nelle posizioni nette sull'estero sono state quelle delle banche tedesche. L'andamento delle passività in DM ha rispecchiato le varie ondate speculative nel secondo semestre del 1968 e nel 1969. Le passività esterne nette in DM sono pertanto salite di \$1.240 milioni nel secondo semestre del 1968, si sono ridotte di \$860 milioni nel primo trimestre del 1969 e sono nuovamente aumentate di \$950 milioni durante i sei mesi successivi. Per contro, l'andamento delle posizioni esterne nette delle banche in valute estere (soprattutto dollari) è stato sostanzialmente dominato dalle condizioni del credito interno e dalla politica della Bundesbank in materia di riporti su divise. Nonostante saggi d'interesse interni sensibilmente inferiori (eccetto che nell'ultimo trimestre del 1969), la sostenutezza del marco tedesco sui mercati a termine è stata tale da volgere a sfavore del dollaro i margini di arbitraggio sugli interessi nelle operazioni con copertura, sicchè si deve in gran parte alla politica della Bundesbank, di offrire copertura a termine a saggi inferiori a quelli di mercato, se le attività nette delle banche tedesche in valute estere sono salite tra il giugno 1968 e il giugno 1969 di \$1.000 milioni. Nel terzo trimestre dello scorso anno le attività nette sono diminuite di \$180 milioni, e, sotto l'impatto della severa stretta cui è stata sottoposta la liquidità bancaria, la posizione netta in valute estere, da attiva per \$1.380 milioni, si è trasformata in passiva per \$290 milioni nel quarto trimestre. Considerando insieme la valuta nazionale e quelle estere, le banche tedesche hanno esportato un volume netto di \$1.290 milioni nel primo semestre del 1969, ma hanno assorbito fondi dall'estero per \$2.790 milioni nella seconda metà dell'anno, registrando in tal modo un mutamento di oltre \$4 miliardi.

Fonti e impieghi dell'eurodollaro. Le tabelle alle pagine 169 e 171 intendono fornire una stima delle fonti e delle destinazioni dei flussi creditizi in eurodollari incanalati attraverso le banche degli otto paesi europei dichiaranti. Le due tabelle differiscono sotto parecchi aspetti. Quella a pagina 169 fornisce semplicemente una distribuzione geografica del volume globale di passività e attività

**Banche commerciali di dieci paesi: Passività e attività a breve
In alcune valute estere verso non residenti.**

Paesi	Fine mese	Dollari SU			Altre valute ²		
		Passività	Attività	Posi- zione netta	Passività	Attività	Posi- zione netta
milioni di dollari S.U.							
Belgio-Lussemburgo . .	1968 Dicembre	1.310	1.460	150	1.330	810	— 520
	1969 Marzo	1.280	1.680	400	1.540	870	— 670
	Giugno	1.640	2.170	330	1.730	1.120	— 610
	Settembre	1.780	1.850	70	1.760	1.300	— 460
	Dicembre	2.110	2.410	300	1.890	1.180	— 710
Francia	1968 Dicembre	3.040	3.430	390	1.600	1.230	— 370
	1969 Marzo	3.340	3.230	— 110	1.700	1.150	— 650
	Giugno	3.900	4.030	130	1.870	1.200	— 670
	Settembre	4.600	4.330	— 270	1.930	1.610	— 320
	Dicembre	5.310	5.430	120	2.180	1.540	— 640
Germania	1968 Dicembre	510	1.490	980	60	120	60
	1969 Marzo	490	1.650	1.160	50	90	40
	Giugno	890	2.380	1.490	70	120	50
	Settembre	1.080	2.330	1.270	70	160	90
	Dicembre	2.000	1.670	— 330	90	120	30
Italia	1968 Dicembre	2.630	3.200	570	1.090	1.240	150
	1969 Marzo	2.530	3.380	830	1.230	1.210	— 20
	Giugno	3.120	3.680	560	1.550	1.310	— 240
	Settembre	3.310	3.660	350	1.480	1.470	— 10
	Dicembre	4.650	4.780	130	1.640	1.620	— 20
Paesi Bassi	1968 Dicembre	970	980	10	500	560	60
	1969 Marzo	960	1.170	210	570	490	— 80
	Giugno	1.300	1.450	150	730	730	—
	Settembre	1.350	1.710	360	1.010	820	— 190
	Dicembre	1.590	2.130	540	980	700	— 280
Regno Unito	1968 Dicembre	15.370	14.980	— 390	1.590	1.810	220
	1969 Marzo	17.900	17.610	— 290	1.720	1.860	140
	Giugno	22.720	22.390	— 330	2.370	2.630	260
	Settembre	24.880	24.460	— 420	2.850	3.290	440
	Dicembre	25.640	25.210	— 430	2.710	3.230	520
Svezia	1968 Dicembre	210	490	280	90	190	100
	1969 Marzo	280	500	220	130	200	70
	Giugno	250	480	230	170	240	70
	Settembre	280	470	190	150	230	80
	Dicembre	300	420	120	150	220	70
Svizzera ²	1968 Dicembre	2.820	4.390	1.570	410	1.020	610
	1969 Marzo	3.080	4.450	1.370	480	1.180	700
	Giugno	3.660	5.650	1.790	630	1.380	750
	Settembre	4.160	5.970	1.810	690	1.490	800
	Dicembre	4.460	5.520	1.060	530	1.580	1.050
Totale	1968 Dicembre	26.860	30.420	3.560	6.670	6.980	310
	1969 Marzo	29.860	33.650	3.790	7.420	7.050	— 370
	Giugno	37.880	42.230	4.350	9.120	8.730	— 390
	Settembre	41.420	44.780	3.360	9.940	10.370	430
	Dicembre	46.060	47.570	1.510	10.170	10.190	20
Canada	1968 Dicembre	2.700	4.130	1.430	50	110	60
	1969 Marzo	3.320	4.810	1.490	30 ²	90 ²	60
	Giugno	3.680	5.450	1.770	30 ²	100 ²	70
	Settembre	3.990	5.870	1.880	70 ²	140 ²	70
	Dicembre	4.240	6.170	1.930	90 ²	140 ²	50
Giappone	1968 Dicembre	3.930	4.090	160	300	350	50
	1969 Marzo	3.940	4.050	110	260	280	20
	Giugno	3.670	4.530	860	250	260	10
	Settembre	3.550	4.860	1.310	260	290	30
	Dicembre	3.810	5.470	1.660	330	360	30

¹ Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. ² Compresa le attività e passività in eurodivise della BRI. 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 SU			Altre valute ¹		
		Passività	Attività	Posizione netta	Passività	Attività	Posizione netta
milioni di dollari SU							
Belgio-Lussemburgo . . .	1968 Dicembre	1.060	1.060	—	860	350	— 510
	1969 Marzo	1.040	1.270	230	950	410	— 540
	Giugno	1.490	1.670	180	970	490	— 480
	Settembre	1.500	1.430	— 70	1.240	600	— 640
Francia	1968 Dicembre	1.850	1.970	120	1.210	600	— 610
	1969 Marzo	2.800	2.320	— 280	1.110	720	— 390
	Giugno	3.080	2.090	— 990	1.230	810	— 420
	Settembre	3.410	2.460	— 950	1.170	740	— 430
Germania	1968 Dicembre	4.020	2.860	1.160	1.340	1.010	— 330
	1969 Marzo	4.910	3.970	— 940	1.590	960	— 620
	Giugno	450	960	510	20	—	— 20
	Settembre	400	1.150	750	20	10	— 10
Italia	1968 Dicembre	820	1.770	950	20	10	— 10
	1969 Marzo	1.010	1.500	490	20	10	— 10
	Giugno	1.830	760	— 1.050	20	10	— 10
	Settembre	1.830	760	— 1.050	20	10	— 10
Paesi Bassi	1968 Dicembre	2.480	2.910	430	620	870	250
	1969 Marzo	2.370	3.120	750	710	950	240
	Giugno	2.860	3.440	580	860	1.000	140
	Settembre	3.070	3.460	390	940	1.120	180
Regno Unito	1968 Dicembre	4.410	4.430	20	1.090	1.240	150
	1969 Marzo	860	840	— 20	320	310	— 10
	Giugno	840	1.010	170	350	300	— 50
	Settembre	1.200	1.250	50	410	460	50
Svezia	1968 Dicembre	1.240	1.490	250	510	500	— 10
	1969 Marzo	1.480	1.890	410	380	450	70
	Giugno	12.580	7.720	— 4.860	.	.	.
	Settembre	14.700	7.840	— 6.860	.	.	.
Svizzera ²	1968 Dicembre	18.960	8.550	— 10.410	.	.	.
	1969 Marzo	21.010	10.040	— 10.970	.	.	.
	Giugno	22.100	11.660	— 10.440	.	.	.
	Settembre	22.100	11.660	— 10.440	.	.	.
Totale	1968 Dicembre	190	330	140	60	70	10
	1969 Marzo	200	330	130	60	70	10
	Giugno	220	340	120	100	100	—
	Settembre	220	280	60	100	110	10
Canada	1968 Dicembre	260	290	30	120	120	—
	1969 Marzo	2.500	3.540	1.040	260	480	220
	Giugno	2.700	3.420	720	280	650	370
	Settembre	3.380	4.640	1.260	420	820	400
Giappone	1968 Dicembre	3.650	4.860	1.210	480	840	360
	1969 Marzo	4.020	4.580	560	310	1.040	730
	Giugno	22.720	19.680	— 3.040	.	.	.
	Settembre	25.330	20.230	— 5.100	.	.	.
Giappone	1968 Dicembre	32.340	24.120	— 8.220	.	.	.
	1969 Marzo	35.720	25.920	— 9.800	.	.	.
	Giugno	40.860	29.570	— 11.290	.	.	.
	Settembre	40.860	29.570	— 11.290	.	.	.
Giappone	1968 Dicembre	2.190	1.800	— 390	30 ³	80 ³	50
	1969 Marzo	2.660	2.250	— 410	30 ³	70 ³	40
	Giugno	2.940	2.880	— 60	30 ³	70 ³	40
	Settembre	3.310	3.060	— 250	50 ³	120 ³	70
Giappone	1968 Dicembre	3.430	3.080	— 350	80 ³	100 ³	20
	1969 Marzo	1.450	1.240	— 210	40	170	130
	Giugno	1.540	1.260	— 280	20	110	90
	Settembre	1.150	1.420	270	20	90	70
Giappone	1968 Dicembre	1.080	1.640	560	30	120	90
	1969 Marzo	1.020	2.010	990	40	160	120
	Giugno	1.020	2.010	990	40	160	120
	Settembre	1.020	2.010	990	40	160	120

¹ Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. ² Compresa le attività e passività in eurodivise della BRI. ³ Tutte le altre valute, ma principalmente sterline.

bancarie in dollari verso non residenti, restando invece escluse le posizioni in dollari verso residenti per le quali mancano complete segnalazioni statistiche. Inoltre, la tabella in esame include su di un solo lato del bilancio i fondi che sono ottenuti dalle banche in valuta nazionale o di paesi terzi, ma reimpiegati sotto forma di dollari, e viceversa; il che, unitamente all'esclusione delle posizioni verso residenti, spiega perchè i totali delle attività e delle passività esposti in questa tabella di solito non corrispondano. D'altro canto, la tabella gonfia in qualche modo il volume di eurodollari prestato ai prenditori finali. In tal modo, le posizioni verso i paesi compresi nell'area dichiarante sono inflazionate dal doppio conteggio che si determina quando i fondi, prima di essere da ultimo impiegati nel finanziamento dell'attività economica, vengono ridepositati parecchie volte tra le banche all'interno dell'area; in questi casi un medesimo credito, nel suo corso, può essere registrato parecchie volte tra le passività e/o le attività. Di più, la tabella indica le posizioni globali delle banche verso i residenti SU, sebbene queste non siano tutte necessariamente collegate con il mercato dell'eurodollaro.

La tabella di pagina 171 tenta di correggere queste distorsioni, dovendo però fondarsi in larga misura su stime. Essa include le posizioni verso residenti, e tiene conto, dal lato delle "fonti", dell'utilizzo da parte delle banche, di depositi ricevuti in valuta nazionale o di paesi terzi, sotto forma di conversioni in dollari, e, dal lato delle attività, dell'utilizzo da parte delle stesse di fondi in eurodollari per la concessione di crediti in valuta nazionale o di paesi terzi. La tabella medesima cerca altresì di eliminare la duplicazione derivante dai depositi interbancari di fondi all'interno dell'area dichiarante, e di includere solo quella parte delle posizioni delle banche verso gli Stati Uniti che ha attinenza con operazioni in eurodivise. I criteri ed i metodi di stima impiegati nell'effettuare queste rettifiche sono stati illustrati in precedenti Relazioni.

Le stime espone nella tabella di pagina 171 indicano che, dopo essere cresciuti nel 1968 da \$17,5 a 25 miliardi, nel 1969 i crediti netti in eurodollari in essere presso le banche dichiaranti sono ulteriormente saliti a \$37,5 miliardi. Dal lato delle fonti, \$2,2 miliardi circa di questo aumento di \$12,5 miliardi sembrano essere stati forniti dal Nord America, \$6,2 miliardi dall'Europa occidentale e \$4,1 miliardi dal resto del mondo.

Secondo le registrazioni, i depositi in dollari di residenti SU presso banche dell'area dichiarante, che nel 1968 si erano accresciuti di circa \$1,5 miliardi, sono aumentati di soli \$0,6 miliardi nel 1969. Questo minor incremento è dovuto soprattutto a tre motivi. In primo luogo, il 1969 ha visto tanto una forte contrazione nelle emissioni SU di euro-obbligazioni quanto un aumento della parte del ricavo di tali emissioni impiegata per investimenti diretti all'estero o trasferita negli Stati Uniti. Di conseguenza, l'utilizzo da parte delle società SU del residuo ricavo delle euro-emissioni per aumentare la consistenza dei loro saldi (e cioè, soprattutto di eurodollari) detenuti presso banche estere, si è ragguagliato a soli \$120 milioni, contro \$970 milioni nel 1968. In secondo luogo, i fondi SU entrati nel mercato dell'eurodollaro attraverso conti nominali o fiduciari intrattenuti in Europa, o attraverso banche non facenti parte dell'area dichiarante, figurano nelle tabelle come fondi provenienti dall'interno dell'Europa occidentale o, rispet-

Banche europee dichiaranti: Posizioni in dollari verso non residenti.

Posizioni	1968				1969			
	Marzo	Giugno	Set- tembre	Di- cembre	Marzo	Giugno	Set- tembre	Di- cembre
milioni di dollari SU								
Passività								
Fuori dell'area								
Altri paesi dell'Europa								
occidentale	1.570	1.580	1.850	1.900	2.060	2.140	2.430	2.790
Europa orientale	440	430	520	660	600	600	790	1.030
Canada	1.060	1.040	1.030	1.310	1.830	2.350	2.840	2.940
Giappone	90	90	100	90	160	220	250	390
America latina	1.120	1.210	1.240	1.250	1.510	1.860	2.130	2.550
Medio Oriente	1.320	1.500	1.510	1.470	1.810	2.120	2.370	1.990
Altri paesi	1.580	1.720	1.840	2.010	2.570	3.200	3.480	3.570
Totale	7.180	7.570	8.090	8.690	10.540	12.490	14.290	15.260
Stati Uniti	2.770	3.620	3.690	3.930	4.020	5.140	5.260	4.550
Totale	9.950	11.190	11.780	12.620	14.560	17.630	19.550	19.810
All'interno dell'area								
Belgio	960	1.250	1.200	1.200	1.490	1.940	1.910	2.320
Francia	1.340	1.600	1.570	1.710	1.770	2.170	2.460	3.470
Germania	1.010	810	830	1.100	1.130	1.770	1.470	980
Italia	1.480	1.660	1.830	2.540	2.730	3.020	3.110	4.230
Paesi Bassi	570	610	660	720	940	1.270	1.470	1.780
Regno Unito	1.400	1.210	1.520	2.290	2.150	2.870	3.410	4.770
Svezia	200	280	270	300	340	320	280	250
Svizzera	3.150	3.770	3.680	4.160	4.250	6.480	7.310	7.910
Totale	10.110	10.990	11.560	14.020	14.800	19.640	21.420	25.610
Non individuate	220	180	400	220	500	410	450	640
Totale complessivo	20.280	22.360	23.740	26.860	29.860	37.880	41.420	46.060
Attività								
Fuori dell'area								
Altri paesi dell'Europa								
occidentale	1.330	1.430	1.490	1.520	1.540	1.380	1.380	1.610
Europa orientale	800	820	920	950	930	920	980	1.000
Canada	800	910	900	910	1.100	1.240	1.460	1.360
Giappone	1.230	1.450	1.510	1.690	1.650	1.390	1.470	1.480
America latina	900	970	980	1.200	1.320	1.280	1.460	1.440
Medio Oriente	390	310	410	470	340	390	490	460
Altri paesi	780	890	960	1.020	1.310	1.540	2.030	2.110
Totale	6.230	6.780	7.170	7.760	8.190	8.140	9.270	9.460
Stati Uniti	7.500	9.790	10.450	10.730	13.390	18.060	18.590	17.740
Totale	13.730	16.570	17.620	18.490	21.580	26.200	27.860	27.200
All'interno dell'area								
Belgio	640	700	700	820	720	1.170	1.230	1.360
Francia	1.180	880	1.030	1.600	1.860	2.140	2.520	3.300
Germania	330	340	480	590	500	920	1.110	1.600
Italia	1.110	1.070	1.160	1.740	1.410	1.700	1.840	3.060
Paesi Bassi	590	600	640	690	590	930	920	1.050
Regno Unito	3.520	4.270	4.450	5.120	5.520	7.320	7.030	7.480
Svezia	160	170	200	220	220	180	210	270
Svizzera	1.010	960	1.140	1.130	1.230	1.610	1.790	1.990
Totale	8.540	8.990	9.800	11.910	12.050	15.970	16.650	20.110
Non individuate	—	—	—	20	20	60	270	260
Totale complessivo	22.270	25.560	27.420	30.420	33.650	42.230	44.780	47.570

tivamente, dal resto del mondo. Le statistiche sui pagamenti SU mostrano che l'effettivo deflusso di fondi dagli Stati Uniti verso il mercato dell'eurodollaro è stato dell'ordine di \$2 miliardi, il che significherebbe che circa \$1,5 miliardi di fondi SU possano essere affluiti sul mercato di cui si tratta seguendo la tortuosa via sopra accennata. In terzo ed ultimo luogo, fattori stagionali identificabili soprattutto nei rimpatri di fine anno, effettuati dalle società SU in conformità del programma di restrizioni relativo alla bilancia dei pagamenti, hanno avuto nel 1969 un'importanza maggiore che nel 1968. E difatti, nell'ultimo trimestre del 1969 i depositi di eurodollari di pertinenza di residenti SU sono diminuiti di \$0,7 miliardi, laddove nel corrispondente periodo dell'anno precedente essi avevano registrato un incremento di \$0,2 miliardi.

L'espansione, da \$1,3 miliardi nel 1968 a \$2,9 miliardi nel 1969, di fondi canadesi forniti alle banche dichiaranti è stato in parte un effetto collaterale degli sforzi intrapresi dalle autorità monetarie del Canada per limitare l'aumento dei saggi d'interesse sui depositi interni in valuta nazionale, politica questa che ha agito nel senso di elevare il premio del saggio di interesse in favore dei depositi "riportati" in dollari SU.

Dei nuovi fondi per \$6,2 miliardi forniti dall'Europa occidentale, sembra che \$5,4 miliardi siano scaturiti da paesi all'interno dell'area dichiarante. L'aspetto più significativo è stato qui rappresentato dal forte aumento di \$4,2 miliardi nei depositi di pertinenza non bancaria, mentre le operazioni, effettuate dalle banche, di conversione in dollari di fondi in valuta nazionale o di paesi terzi sono solamente salite di \$1,2 miliardi circa. Il che ha significato un rovesciamento quasi completo di tendenza rispetto al 1968. Prescindendo dal rafforzamento della domanda interna di credito nella massima parte dei paesi europei, la principale ragione che si nasconde dietro il relativamente modesto contributo delle banche all'espansione del mercato va ricercata nelle limitazioni imposte alle posizioni bancarie nette sull'estero da parte delle banche centrali di vari paesi europei, ed in particolare di Francia, Italia, Belgio e Paesi Bassi. Nel medesimo tempo, gli elevati saggi sui depositi in eurodollari hanno aperto nuove sorgenti di fondi verso detto mercato. Cospicui depositi sono stati sicuramente costituiti da società non bancarie e privati individui che in precedenza non avevano invece dimostrato molto interesse a detenere saldi in eurodollari. Si deve tener presente, tuttavia, che le cifre relative ai fondi forniti da residenti europei non bancari includono fondi SU o fondi provenienti da paesi terzi, entrati sul mercato mediante depositi nominali o fiduciari; analogamente, i fondi indicati come forniti dalle banche comprendono conversioni in dollari di fondi in valuta nazionale o di paesi terzi ottenuti da paesi al di fuori dell'area dichiarante; di più, essi includono anche attività in eurodollari della BRI, le quali, nel bilancio di questa, possono trovare contropartita in passività verso istituzioni monetarie al di fuori dell'area dichiarante. Non vi può quindi essere dubbio che la cifra di \$6,2 miliardi esagera il contributo apportato al mercato da mezzi propri dell'Europa occidentale.

Tenendo presenti queste varie riserve, qualche ulteriore idea circa la parte rappresentata dai singoli paesi europei quali fornitori del mercato può ricavarsi dalla tabella di pagina 169, sebbene le cifre per l'interno dell'area siano, ovvia-

Dimensione netta del mercato dell'eurodollaro (stime).

Voci	1966	1967	1968		1969	
	Dicembre	Dicembre	Giugno	Dicembre	Giugno	Dicembre
	miliardi di dollari SU					
Origini						
Stati Uniti	1,1	1,7	2,9	3,2	4,4	3,8
Canada	0,6	0,9	1,0	1,3	2,3	2,9
Totale	1,7	2,6	3,9	4,5	6,7	6,7
Europa occidentale						
All'interno dell'area	8,4	9,6	12,2	13,2	16,8	18,6
<i>di cui:</i>						
Settori non bancari	2,8	4,0	4,8	5,2	8,1	9,4
Banche ¹	5,6	5,6	7,4	8,0	8,7	9,2
Altri paesi	1,1	1,4	1,5	1,9	2,1	2,7
Totale	9,5	11,0	13,7	15,1	18,9	21,3
Giappone	—	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Europa orientale	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	1,0
Altri paesi	2,9	3,4	4,4	4,7	7,1	8,1
Totale	3,3	3,9	4,9	5,4	7,9	9,5
Totale complessivo	14,5	17,5	22,5	25,0	33,5	37,5
Impieghi						
Stati Uniti	4,4	5,2	8,8	9,5	16,7	16,5
Canada	0,6	0,7	0,9	0,9	1,2	1,3
Totale	5,0	5,9	9,7	10,4	17,9	17,8
Europa occidentale						
All'interno dell'area	6,3	6,9	7,1	7,9	8,9	11,7
<i>di cui:</i>						
Settori non bancari	3,7	4,1	4,5	4,7	5,1	5,6
Banche ²	2,6	2,8	2,6	3,2	3,8	6,1
Altri paesi	0,9	1,2	1,4	1,5	1,3	1,6
Totale	7,2	8,1	8,5	9,4	10,2	13,3
Giappone	0,6	1,0	1,4	1,7	1,4	1,5
Europa orientale	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0
Altri paesi	1,0	1,7	2,1	2,6	3,1	3,9
Totale	2,3	3,5	4,3	5,2	5,4	6,4
Totale complessivo	14,5	17,5	22,5	25,0	33,5	37,5
Dimensione netta³						
Stati Uniti	3,3	3,5	5,9	6,3	12,3	12,7
Canada	—	-0,2	-0,1	-0,4	-1,1	-1,6
Totale	3,3	3,3	5,8	5,9	11,2	11,1
Europa occidentale						
All'interno dell'area	-2,1	-2,7	-5,1	-5,3	-7,9	-6,9
<i>di cui:</i>						
Settore non bancario	0,9	0,1	-0,3	-0,5	-3,0	-3,8
Banca	-3,0	-2,8	-4,8	-4,8	-4,9	-3,1
Altri paesi	-0,2	-0,2	-0,1	-0,4	-0,8	-1,1
Totale	-2,3	-2,9	-5,2	-5,7	-8,7	-8,0
Giappone	0,6	0,9	1,3	1,6	1,2	1,1
Europa orientale	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	—
Altri paesi	-1,9	-1,7	-2,3	-2,1	-4,0	-4,2
Totale	-1,0	-0,4	-0,6	-0,2	-2,5	-3,1

¹ Conversioni effettuate dalle banche di fondi in valuta nazionale o di paesi terzi in dollari. ² Conversioni effettuate dalle banche di dollari in valuta nazionale o di paesi terzi. Sono peraltro esclusi gli utilizzi delle banche italiane di eurodollari per prestiti a residenti in valute di paesi terzi (inclusi negli impieghi non bancari). ³ Un segno negativo indica che l'area o gruppo di cui si tratta è un fornitore netto di fondi in eurodollari, mentre l'assenza di segno indica che l'area o gruppo è un prenditore netto.

mente, gonfiate in misura notevole dai depositi interbancari. Si può osservare che i più cospicui incrementi nelle passività - \$3,75 miliardi - sono di gran lunga quelli intervenuti nei confronti della Svizzera. Poiché le banche svizzere hanno aumentato le loro attività sull'estero in larga misura sotto forma di valuta nazionale, sembra conseguire che la maggior parte di questi \$3,75 miliardi sono scaturiti da offerenti non bancari o da conti fiduciari. Se si includono franchi svizzeri e valute di paesi terzi, le passività delle banche degli altri sette paesi europei dichiaranti nei confronti della Svizzera sono salite di qualcosa come \$5,5 miliardi, oltre metà dei quali registrati nel solo secondo trimestre. L'espansione delle passività nei confronti degli altri paesi appartenenti all'area rispecchia principalmente depositi interbancari, ma anche le passività verso il settore non bancario, sebbene relativamente modeste in termini assoluti, si sono molto dilatate, e in particolare quelle nei confronti di Italia e Belgio.

I nuovi mezzi affluiti dal resto del mondo si sono ragguagliati a \$4,1 miliardi contro \$1,5 miliardi nel 1968, probabilmente a causa, soprattutto, dell'elevato livello dei saggi d'interesse. Le passività verso l'America latina (vedasi la tabella a pagina 169) sono raddoppiate passando da \$1,25 a 2,55 miliardi, mentre quelle nei confronti del Medio Oriente, dopo essere salite di \$0,9 miliardi sino a \$2,4 miliardi nei primi nove mesi del 1969, sono diminuite di \$0,4 miliardi nell'ultimo trimestre. Questa flessione potrebbe in parte aver rispecchiato sia i più attraenti saggi d'interesse offerti per fondi ufficiali dalle banche SU di Nuova York, dopo l'imposizione di una riserva obbligatoria del 10% sui debiti contratti per mezzo delle loro succursali, sia anche, forse, un certo riflusso verso gli impieghi in sterline. I residenti giapponesi (in primo luogo le banche) hanno assunto per la prima volta una certa importanza come fornitori di fondi in eurodollari, sebbene in valore assoluto le passività delle banche dichiaranti verso il Giappone siano ancora modeste. Persino i paesi dell'Europa orientale non sembrano esser rimasti insensibili ai saggi eccezionalmente elevati dell'eurodollaro, dal momento che le passività verso tale area sono salite di quasi \$0,4 miliardi sino a raggiungere \$1 miliardo. Altrettanto degno di nota è l'aumento di \$1,6 miliardi nelle passività verso "Altri paesi" che comprendono aree quali le Bahama e le Bermude.

Dal dato "impieghi", l'indebitamento SU ha rappresentato \$7 miliardi, ovvero più di metà dell'espansione del mercato dell'eurodollaro. Per il resto, \$0,4 miliardi vanno addebitati al Canada, \$3,9 miliardi ai paesi dell'Europa occidentale e \$1,2 miliardi al resto del mondo.

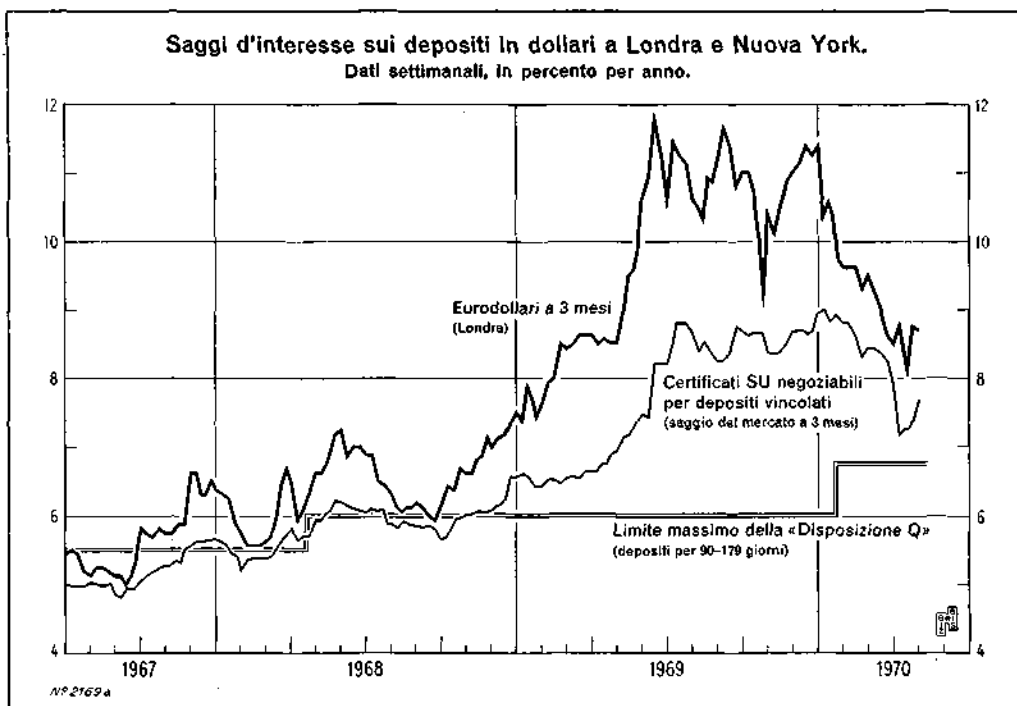
I crediti in eurodollari delle banche dichiaranti verso gli Stati Uniti si sono elevati di circa \$7,2 miliardi sino a raggiungere \$16,7 miliardi nella prima metà del 1969, sono ulteriormente saliti di \$0,5 miliardi nel terzo trimestre nonostante l'annuncio delle nuove disposizioni SU, e sono diminuiti, in parte come contropartita dei rimpatri di fine anno da parte delle imprese SU, di \$0,7 miliardi nell'ultimo trimestre scendendo così a \$16,5 miliardi.

Praticamente tutto l'aumento stimato di \$3,9 miliardi, registrato negli impieghi di eurodollari da parte dell'Europa occidentale, va ascritto all'area dichiarante. I prestiti diretti concessi al settore non bancario sono aumentati di circa

\$0,9 miliardi sino a toccare \$5,6 miliardi, mentre gli utilizzi di fondi in dollari da parte delle banche per conversioni in valuta nazionale o di paesi terzi si sono dilatati di \$2,9 miliardi raggiungendo così \$6,1 miliardi; la tendenza ha pertanto avuto qui direzione contraria a quella manifestatasi dal lato delle "fonti". L'incremento relativamente modesto dei prestiti concessi al settore non bancario, il quale comprende le affiliate europee delle imprese SU, può spiegarsi senza alcun dubbio con l'elevato costo dell'eurodollaro. La maggior parte di tale incremento, infatti, si è verificato nel secondo e terzo trimestre in coincidenza con una domanda di eurodollari da convertire in marchi tedeschi. Dell'incremento registrato dagli impieghi in proprio di eurodollari da parte delle banche, \$1,4 miliardi si riferiscono ai primi nove mesi del 1969, e vanno ascritti sia all'indebitamento in eurodollari di banche francesi ed italiane che alle operazioni di conversione in marchi tedeschi. L'aumento di \$1,5 miliardi nell'ultimo trimestre ha invece rispecchiato tanto fattori di fine anno quanto debiti in eurodollari accesi dalle banche tedesche.

L'aumento degli eurodollari che il resto del mondo ha preso a prestito dalle banche dell'area dichiarante è sceso da \$1,7 a 1,2 miliardi tra il 1968 ed il 1969. Il Giappone il quale nel 1968 aveva ricevuto nuovi crediti per \$0,7 miliardi, nel 1969 ha effettuato rimborsi per \$0,2 miliardi. Anche i nuovi crediti ricevuti dall'America latina e dal Medio Oriente sono diminuiti. La voce "Altri paesi" nella tabella di pagina 169 è salita a \$2,1 miliardi, dilatandosi cioè di \$1,1 miliardi; gran parte di questi maggiori crediti sembra debba essere addebitata alle Bahama, anche se possano essersi poi diretti verso gli Stati Uniti.

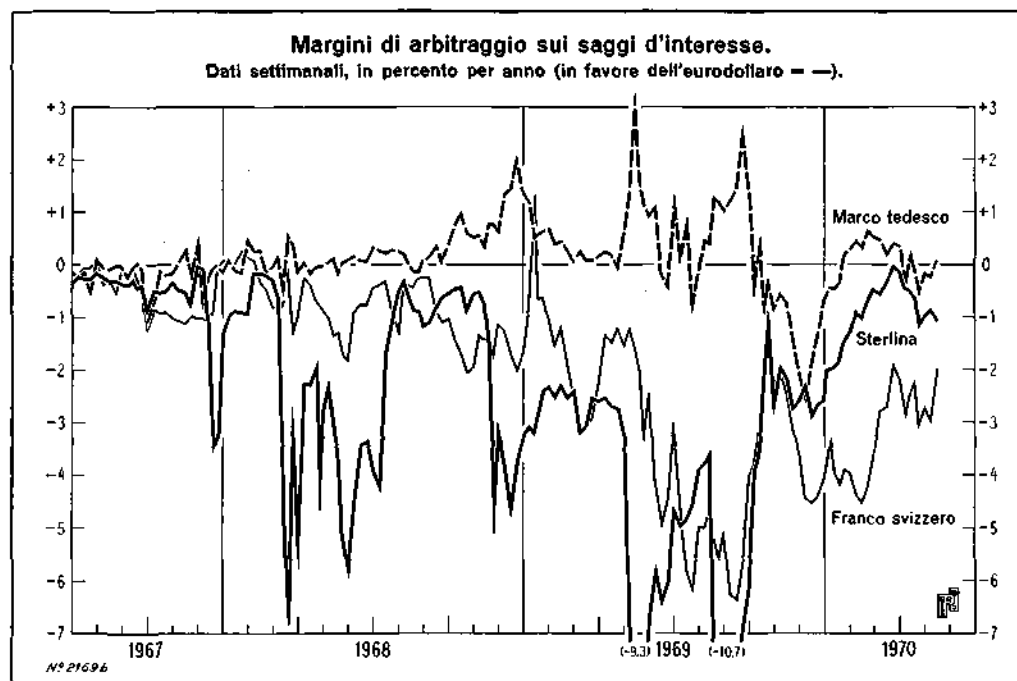
Su base netta, la principale caratteristica del primo semestre è stato il flusso di eurodollari che, nella misura di \$6 miliardi, si è diretto verso gli Stati Uniti



attraverso le banche degli otto paesi europei dichiaranti; di tale flusso, l'Europa occidentale ha fornito \$3 miliardi, il Canada, \$0,7 miliardi, e il resto del mondo, \$2,3 miliardi. Nel secondo semestre le variazioni nei saldi per area sono state molto meno sensibili. Il flusso verso gli Stati Uniti si è ristretto a \$0,4 miliardi, non identificabili, mentre vi è stato un movimento di fondi per \$0,7 miliardi verso l'Europa occidentale; in contropartita, si è avuto un ulteriore deflusso di \$0,5 miliardi dal Canada e uno di \$0,6 miliardi dal resto del mondo. Si deve comunque tener presente che queste cifre non coincidono con quelle desumibili dalle bilance dei pagamenti soprattutto a causa dei giri di fondi circolanti da e per gli Stati Uniti. In termini di bilancia dei pagamenti l'effettivo deflusso netto verificatosi nel 1969 dall'Europa occidentale non dovrebbe aver superato \$1,5 miliardi.

Andamento dei saggi d'interesse. Mentre, negli anni precedenti, variazioni di 1 punto-1,5 punto nel livello dei saggi d'interesse erano considerate eccezionali, quelle verificatesi nel 1969 sono state dell'ordine di 4-5 punti ed hanno portato il saggio dell'eurodollaro a vertici mai raggiunti. Lo stesso discorso vale per i differenziali sui saggi d'interesse: prima del 1969, i premi dei saggi dell'eurodollaro sopra quelli pagati nei vari mercati nazionali per depositi nelle rispettive valute avevano solitamente oscillato, salvo il caso della sterlina, nei limiti di 1-2 punti; nel corso del 1969, invece, il premio si è ampliato ad circa 3 punti nel caso del dollaro e, nel caso del franco svizzero, ha in qualche momento superato i 6 punti.

Rispecchiando la forte domanda di eurodollari da parte delle banche SU, nonché il rimpatrio di fondi e l'indebitamento delle banche francesi, il saggio a tre mesi sul mercato dell'eurodollaro non ha manifestato all'inizio del 1969



* Margini di copertura fra depositi di dollari a 3 mesi a Londra e saggi interni per depositi in DM, sterline e franchi svizzeri.

la consueta flessione stagionale. E esso ha invece continuato a salire dal 7,125 % nella prima quindicina di dicembre all'8,5 % ai primi di marzo, ed è poi sembrato attestarsi su quest'ultimo livello. Questo movimento dei saggi al rialzo, ritenuto all'inizio fuori della norma, ha agito nel senso di attirare un cospicuo volume di nuovi fondi tanto dall'interno quanto dall'esterno dell'area dichiarante, e specialmente da Svizzera, Canada, America latina e Medio Oriente. Le banche SU si sono indebitate per circa \$3 miliardi, mentre la posizione esterna netta in valute estere delle banche francesi si è invertita nel primo trimestre del 1969, passando da un attivo di \$20 milioni ad un passivo di \$660 milioni.

Nonostante le disposizioni impartite alla fine di marzo e all'inizio di aprile dalle banche centrali di Italia e Belgio, allo scopo di ridurre le attività nette delle banche sull'estero, il mercato si è mantenuto relativamente calmo sino alla fine di aprile. Dopo di che, peraltro, la domanda di eurodollari da convertire in marchi tedeschi ha impresso una nuova spinta al rialzo dei saggi. Sui depositi a tre mesi i saggi sono balzati, fra la fine di aprile e i primi di maggio, dall'8,625 % al 9,5 % circa e, nonostante la successiva liquidazione delle operazioni di speculazione sul marco tedesco, hanno continuato ad aumentare sino a raggiungere il 12,625 % l'11 giugno, due giorni dopo che negli Stati Uniti il saggio per i crediti di prim'ordine era salito dal 7,5 all'8,5 %; per il resto del mese, detti tassi hanno poi oscillato intorno all'11 %. Questo aumento senza precedenti dei saggi del mercato ha rispecchiato principalmente l'intensità della domanda di credito che, in parte per l'approssimarsi della rata di metà giugno dell'imposta sulle società, le banche degli Stati Uniti si sono trovate a dover fronteggiare. Nelle tre settimane intercorrenti tra il 28 maggio e il 18 giugno i prestiti delle grandi banche commerciali degli Stati Uniti sono saliti di \$5,5 miliardi, mentre i fondi da esse raccolti mediante certificati di deposito sono diminuiti di \$1,3 miliardi. Nello stesso periodo, l'indebitamento in eurodollari delle banche SU, che dalla seconda quindicina di marzo era aumentato in misura relativamente modesta, ha fatto un balzo all'insù di oltre \$3 miliardi.

Sebbene più calmo che in maggio e nella prima quindicina di giugno, durante l'estate il mercato è rimasto relativamente teso. I saggi di interesse hanno oscillato intorno all'11 % ed hanno quindi continuato ad attrarre fondi; durante questo periodo i premi dei saggi d'interesse con copertura dell'eurodollaro a Londra rispetto ai depositi in franchi in Svizzera hanno oscillato tra il 5 e il 6 %. Il volume del mercato si è ancora rapidamente dilatato, anche se ad un ritmo più normale che durante la primavera. A causa della nuova disciplina annunciata dalle autorità degli Stati Uniti ed all'alto livello già raggiunto, il ritmo di sviluppo dei debiti in eurodollari delle banche SU si è attenuato, pur costituendo ancora una delle principali forze determinanti gli elevati saggi d'interesse. Nella tarda estate, peraltro, è sopraggiunta la corsa al marco tedesco. Per di più, l'alto premio del DM sul mercato a termine ha volto ampiamente in favore degli impieghi in Germania i margini di arbitraggio sulle operazioni con copertura, e le stesse banche dichiaranti non tedesche hanno convertito, sembra, quasi un miliardo di dollari in marchi tedeschi.

La decisione di lasciar fluttuare liberamente il DM e la successiva fissazione della nuova parità hanno quindi considerevolmente allentato le tensioni del mer-

cato, ed il saggio a tre mesi è caduto sino ad un minimo del 9% nella seconda metà di ottobre. Peraltro, alla fine di quel mese, le proposte intese a limitare in qualche modo l'emissione di carta commerciale da parte delle società detentrici delle azioni delle banche SU hanno provocato un nuovo inasprimento delle condizioni del mercato. L'indebitamento in eurodollari delle banche SU, che a fine ottobre ammontava a \$13,6 miliardi, ha toccato nella terza settimana di novembre il livello più elevato dell'anno, ragguagliandosi a \$15 miliardi. Componenti stagionali di fine anno, quali il rimpatrio di fondi da parte di società SU, ed il pesante indebitamento delle banche tedesche, hanno reso più tesa la situazione del mercato. Il saggio a tre mesi è tornato a salire sino all'11,625% intorno alla metà di dicembre e, al livello del 12,875%, il saggio ad un mese ha persino superato il culmine di metà giugno.

La flessione stagionale verificatasi, come di consueto, sul volgere del 1969 e ai primi del 1970 è stata accentuata da rimborsi effettuati dalle banche SU, ed il saggio a tre mesi ha oscillato nei pressi del 9,5% durante la seconda quindicina di gennaio ed in febbraio. Il ritocco verso l'alto, apportato il 21 gennaio, ai limiti massimi previsti dalla Disposizione Q non ha sortito un effetto immediato sul mercato dell'eurodollaro dal momento che i saggi del mercato monetario SU sono rimasti ben al disopra di tali limiti. La ripresa della sterlina sul mercato a termine ha favorito le conversioni in tale valuta e, durante questo periodo, si è resa evidente una considerevole domanda di eurodollari da parte del Giappone. In marzo, segni più manifesti di un certo allentamento della stretta monetaria negli Stati Uniti hanno determinato un ulteriore miglioramento delle condizioni del mercato. Gli eurodollari presi a prestito dalle banche SU si sono ridotti da quasi \$13,4 miliardi nella seconda quindicina di febbraio a \$12 miliardi circa all'inizio di aprile, ad un livello inferiore quindi di \$3 miliardi al vertice raggiunto in novembre. Verso la fine di aprile, la domanda SU di fondi in eurodollari ha nuovamente preso a intensificarsi. Il saggio a tre mesi, che già era sceso ad un minimo dell'8,125% intorno alla metà del mese, si è nuovamente mosso verso l'alto, e, parallelamente con la rinnovata tensione dei mercati finanziari SU, ha toccato il 9,25% nella seconda metà di maggio.

VI. L'ACCORDO MONETARIO EUROPEO.

L'Accordo monetario europeo (AME), 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 createsi 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 SU 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.

Proroga dell'Accordo.

In seguito a un completo riesame del funzionamento dell'Accordo, eseguito dal Comitato di Direzione nel 1968, esso è stato prorogato, senza modificazioni, per un ulteriore periodo di tre anni, cioè fino al 31 dicembre 1971; sono stati apportati soltanto alcuni minori emendamenti tecnici alle Direttive per l'applicazione dell'Accordo. Sebbene l'Accordo continuerà a essere oggetto costante di esame, una nuova revisione generale verrà eseguita nel settembre 1971 per decidere sulla sua proroga oltre il 31 dicembre di tale anno.

Operazioni in base all'Accordo.

Fondo europeo. A fine marzo 1969, la consistenza dei crediti ammontava a \$135 milioni.* Di questo importo, \$105 milioni costituivano crediti accordati alla Turchia, \$25 milioni rappresentavano un credito concesso alla Grecia e \$5 milioni un credito all'Islanda.

Il 25 aprile 1969, in seguito all'ulteriore svalutazione della corona islandese decisa nel novembre 1968 e al successivo miglioramento della situazione economica dell'Islanda, questo paese ha rimborsato anticipatamente il credito di \$5 milioni accordato nel novembre 1968 e che, originariamente, avrebbe dovuto essere restituito il 14 maggio 1969.

Il 6 febbraio 1970, data di scadenza delle operazioni di regolamento multilaterale per il mese di gennaio, la Grecia ha effettuato il secondo rimborso (di

* 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 SU, oro o unità di conto AME.

\$10 milioni) sul credito di \$30 milioni accordato nel febbraio 1966. L'ultimo rimborso su questo credito, ammontante a \$15 milioni, scadrà il 7 febbraio 1971.

Nel maggio 1969 le autorità turche hanno chiesto un credito a medio termine di \$15 milioni, allo scopo di finanziare tre rimborsi (il quarto, quinto e sesto), ciascuno di \$5 milioni, del sesto credito, la cui scadenza era fissata, rispettivamente, al 30 giugno, al 30 settembre e al 31 dicembre 1969. Nel primo trimestre del 1969 le esportazioni turche avevano sofferto della forte riduzione che il prezzo del cotone aveva subito sul mercato mondiale e l'esportazione e il commercio del tabacco avevano incontrato difficoltà in seguito agli scioperi dei portuali americani proclamati all'inizio dell'anno. Il Consiglio, con decisione del 24 giugno 1969, ha perciò accordato alla Turchia un credito (portante il saggio d'interesse del 3% all'anno) in tre "tranches", ciascuna di \$5 milioni, con decorrenza dalle date sopra menzionate e da rimborsare il 30 aprile 1970. Il credito aveva lo scopo di dare tempo alla Turchia di escogitare e applicare misure appropriate per migliorare l'andamento della bilancia dei pagamenti. Alle date di scadenza le tre quote del sesto credito sono state rimborsate mediante prelievi dalle tre "tranches" del nuovo decimo credito.

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 Dicembre . .	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0
1966 Dicembre . .	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
1967 Dicembre . .	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0
1968 Giugno . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	115,0	—	145,0	145,0
Novembre . .	—	30,0	—	5,0	—	—	—	115,0	—	150,0	150,0
Dicembre . .	—	30,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	145,0	145,0
1969 Gennaio . . .	—	25,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	140,0	140,0
Marzo . . .	—	25,0	—	5,0	—	—	—	105,0	—	135,0	135,0
Aprile . . .	—	25,0	—	—	—	—	—	105,0	—	130,0	130,0
1970 Gennaio . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	105,0	—	120,0	120,0
Marzo . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	100,0	—	115,0	115,0

Infine, il 31 marzo 1970, data di scadenza, la Turchia ha effettuato un ulteriore rimborso — il settimo — di \$5 milioni, del sesto credito, riducendo la consistenza del suo debito a \$35 milioni.

Tutte queste operazioni sono incluse nella tabella precedente, che riporta la posizione relativa all'utilizzo dei crediti concessi dal Fondo europeo dopo le operazioni di regolamento multilaterale (il quinto giorno feriale del mese successivo) per il febbraio 1959, quando furono accordati i primi crediti, per la fine di ciascun anno dal 1959 al 1967 e, dalla fine del 1967 alla fine di marzo 1970, per ciascun mese in cui si sono verificate variazioni.

Dai crediti concessi dal Fondo europeo tra il giugno 1959 (quando venne effettuato il primo prelievo) e il marzo 1970 sono stati eseguiti trentaquattro prelievi per un importo globale di \$414,5 milioni; di questo ammontare sono stati rimborsati \$299,5 milioni. L'importo in essere a fine marzo 1970 ammontava pertanto a \$115 milioni, di cui \$100 milioni erano dovuti dalla Turchia e \$15 milioni dalla Grecia.

Sistema multilaterale di regolamenti. Nella tabella che segue sono riportati i dettagli delle operazioni eseguite in base al Sistema multilaterale di regolamenti per ciascun anno finanziario dall'entrata in vigore dell'Accordo.

Nei primi anni del funzionamento dell'Accordo le operazioni riguardavano per lo più il regolamento dei saldi derivanti da accordi bilaterali di pagamento stipulati fra paesi membri e il volume delle transazioni di questo tipo è andato gradualmente riducendosi da \$15 milioni nel 1959 a circa \$1 milione nel 1964, rispecchiando l'estinzione di questi accordi. Durante il predetto periodo, i regolamenti scaturiti dalla garanzia di cambio accordata sugli averi di banche centrali di paesi membri in valute di altri paesi membri furono soltanto tre e, per di più, di modesto importo.

Il meccanismo dei regolamenti rimase inutilizzato per tre anni dopo l'ottobre 1964, quando spirò l'ultimo accordo bilaterale di pagamento fra i paesi membri (quello fra la Grecia e la Turchia). Il Sistema multilaterale ha peraltro ripreso a funzionare nel novembre 1967, allo scopo di applicare la garanzia di cambio in seguito alle molteplici variazioni nelle parità di cambio verificatesi in quel mese nelle monete di paesi membri. Il 29 novembre fu effettuato un regolamento speciale concernente venti saldi in sterline e pesetas per l'ammontare, rispettivamente, di \$17,4 e \$0,1 milioni; quindici saldi in corone danesi, per \$2,4 milioni, vennero regolati il 30 novembre e due modesti saldi in corone islandesi lo furono il 5 dicembre.

Il meccanismo dei regolamenti è stato utilizzato di nuovo nel 1968, quando la corona islandese venne ancora una volta svalutata, sebbene soltanto un saldo assai limitato sia stato notificato per il regolamento speciale.

Quando, l'11 agosto 1969, si è proceduto alla svalutazione del franco francese, quindici saldi in questa valuta per un ammontare di \$25 milioni vennero notificati per il regolamento speciale e l'operazione ebbe luogo il 21 agosto 1969. Poco dopo, in seguito alla sospensione dei cambi all'acquisto e alla vendita per

AME: Pagamenti effettuati in base al Sistema multilaterale di regolamenti.

Paesi	Pagamenti effettuati dal Fondo (+) o al Fondo (—)					Importo netto
	1959-64	1967	1968	1969	Totale 1959-69	
	migliaia di dollari SU					
Austria	+ 25.083	+ 823	—	+ 30	+ 25.936	+ 25.936
	—	—	—	—	—	—
Belgio	—	+ 633	—	+ 129	+ 762	+ 762
	—	—	—	—	—	—
Danimarca	+ 240	+ 1.830	+ 9	+ 171	+ 2.250	—
	— 150	— 2.434	—	—	— 2.584	— 334
Francia	—	+ 1.389	—	—	+ 1.389	—
	—	—	—	— 24.995	— 24.995	— 23.612
Germania	—	+ 3.444	—	+ 285	+ 3.729	+ 3.729
	—	—	—	—	—	—
Grecia	+ 689	+ 1.210	—	+ 116	+ 2.014	—
	— 28.762	—	—	—	— 28.762	— 26.748
Islanda	—	+ 306	—	+ 5	+ 312	—
	— 24	— 9	— 9	—	— 42	+ 270
Italia	+ 243	+ 1.047	—	+ 514	+ 1.804	—
	—	—	—	—	—	+ 1.804
Norvegia	+ 889	+ 12	—	+ 4	+ 906	—
	— 2.505	—	—	—	— 2.505	— 1.600
Paesi Bassi	+ 1.400	+ 1.604	—	+ 21	+ 3.025	—
	— 1.378	—	—	—	— 1.378	+ 1.647
Portogallo	—	+ 1.926	—	+ 20.813	+ 22.739	—
	—	—	—	—	—	+ 22.739
Regno Unito	—	+ 624	—	+ 696	+ 1.320	—
	—	— 17.368	—	—	— 17.368	— 16.048
Spagna	—	+ 53	—	+ 1.237	+ 1.290	—
	—	—	—	—	—	+ 1.290
Svezia	—	+ 2.447	—	+ 28	+ 2.475	—
	— 243	—	—	—	— 243	+ 2.232
Svizzera	—	+ 2.338	—	+ 212	+ 2.550	—
	—	—	—	—	—	+ 2.550
Turchia	+ 9.212	+ 132	—	+ 734	+ 10.078	—
	— 4.694	—	—	—	— 4.694	+ 5.384
Totale	37.756	19.812	9	24.995	82.571	—

il dollaro SU, annunciata dalle autorità tedesche il 30 settembre, venne fissato un regolamento speciale per il 9 ottobre 1969, allo scopo di offrire l'opportunità ai paesi membri, che desiderassero approfittarne, di regolare i loro saldi in DM ad un cambio equivalente al margine inferiore che era stato sospeso. Dato però che, dopo la sospensione dei margini, il cambio per il DM prese a salire rapidamente, nessun saldo in DM fu notificato per il regolamento speciale. Dopo la rivalutazione del DM, la Germania ha notificato nuovi margini applicabili a partire dal 27 ottobre 1969.

L'ammontare cumulativo dei regolamenti previsti dal Sistema multilaterale raggiunge ora pertanto \$82,6 milioni.

Dal marzo 1963 non sono stati prelevati mezzi di finanziamento temporanei in base all'Accordo.

Situazioni dei conti.

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

A fine marzo 1969, 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) era di \$150,1 milioni; di questo importo, \$135 milioni costituivano crediti in essere e \$15,1 milioni rappresentavano il saldo di crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia. Il totale diminuì nell'aprile 1969,

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 SU	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	302,8	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	130,8	631,4	607,5	23,9
1965 Dicembre	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 Dicembre	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 Dicembre	82,6	123,5	297,9	142,8	646,9	607,5	39,4
1968 Dicembre	71,8	123,5	297,9	160,1	653,3	607,5	45,8
1969 Gennaio	76,3	123,5	297,9	155,1	652,8	607,5	45,3
Febbraio	76,5	123,5	297,9	155,1	653,0	607,5	45,5
Marzo	81,6	123,5	297,9	150,1	653,1	607,5	45,6
Aprile	86,8	123,5	297,9	145,1	653,3	607,5	45,8
Maggio	87,1	123,5	297,9	145,1	653,6	607,5	46,1
Giugno	89,8	123,5	297,9	145,1	656,3	607,5	48,8
Luglio	89,5	123,5	297,9	145,1	656,0	607,5	48,5
Agosto	89,7	123,5	297,9	145,1	656,2	607,5	48,7
Settembre	90,0	123,5	297,9	145,1	656,5	607,5	49,0
Ottobre	90,2	123,5	297,9	145,1	656,8	607,5	49,3
Novembre	90,5	123,5	297,9	145,1	657,1	607,5	49,6
Dicembre	96,6	123,5	297,9	142,2	660,3	607,5	52,8
1970 Gennaio	106,2	123,5	297,9	132,2	659,9	607,5	52,4
Febbraio	106,5	123,5	297,9	132,2	660,2	607,5	52,7
Marzo	111,7	123,5	297,9	127,2	660,4	607,5	52,9

in seguito al rimborso effettuato dall'Islanda, già descritto. Si è poi ulteriormente ridotto in conseguenza del nono rimborso annuale (di \$2,8 milioni) per ammortamento dei crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia. Infine, i rimborsi di crediti da parte della Turchia e della Grecia menzionati più sopra ed effettuati, rispettivamente, il 6 febbraio e il 31 marzo, hanno ridotto la consistenza dei crediti, a fine marzo 1970, a \$127,2 milioni.

Durante l'anno le attività non liquide del Fondo sono pertanto diminuite di \$22,8 milioni. Insieme alle entrate nette non distribuite che, durante il periodo, sono ammontate a \$7,3 milioni, le risorse liquide del Fondo sono salite a \$111,7 milioni, il livello più elevato toccato dal maggio 1962.

Nel periodo sotto rassegna non vi è stata alcuna richiesta di versamento di capitale; l'importo delle contribuzioni non versate da parte dei paesi membri è pertanto rimasto invariato a \$297,9 milioni. Inoltre, l'ammontare di \$123,5 milioni, che rappresenta il saldo non utilizzato del capitale dell'UEP versato dagli Stati Uniti e trasferito al Fondo europeo, è tuttora soggetto a richiesta di versamento, in proporzioni eguali al pagamento di ulteriori contribuzioni da parte di paesi membri, a condizione che l'importo delle contribuzioni versate dai paesi membri abbia raggiunto il livello di \$148 milioni (pari, cioè, al capitale dell'UEP trasferito al Fondo nel 1958). Presentemente le contribuzioni versate da paesi partecipanti ammontano a \$38 milioni che, congiuntamente all'importo di \$148 milioni trasferito dall'UEP, porta il capitale del Fondo a \$186 milioni. L'importo di \$607,5 milioni, riportato sotto la voce "Capitale" nel passivo della situazione dei conti del Fondo, comprende anche gli importi non versati or ora menzionati.

Nell'anno civile 1969 le entrate nette hanno raggiunto il livello di \$8,2 milioni, il più elevato finora registrato. Una modesta contrazione, rispetto al 1968, nelle entrate ricevute per interessi sui crediti prelevati, dovuta al più basso livello medio di quelli in essere, è stata più che compensata dai maggiori rendimenti derivanti dagli investimenti liquidi del Fondo in dollari. Ciò ha portato il totale cumulativo delle entrate nette percepite dall'inizio delle operazioni a \$61,9 milioni. Il calcolo degli interessi da corrispondere sulle contribuzioni versate da paesi membri è stato effettuato con lo stesso criterio adottato in anni precedenti, in base al quale l'importo cumulativo degli interessi pagati a ciascun paese partecipante dovrà essere pari al 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. Nel 1969 gli interessi corrisposti sono ammontati a \$1,2 milioni, portando così l'importo cumulativo degli interessi, finora versati in oro ai paesi membri, a \$9,8 milioni. Sull'importo di \$38 milioni di contribuzioni versate, ciò corrisponde a un saggio d'interesse medio del 2,5% all'anno. Dopo aver effettuato, nel gennaio 1970, il pagamento degli interessi sulle contribuzioni relativamente al secondo semestre del 1969, le entrate nette non distribuite ammontavano a \$52,4 milioni. Di questo importo, \$45,9 milioni equivalevano alla quota che, nelle entrate nette del Fondo, era da attribuire al capitale dell'UEP (\$148 milioni) trasferito al Fondo. La rimanenza rappresentava praticamente il saldo delle entrate nette del Fondo (10%) non ancora distribuito.

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, 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 1969, il Signor Hay, della Banca nazionale svizzera, 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. Per assistere il Comitato nel compito di seguire gli sviluppi finanziari internazionali, la Banca trasmette inoltre mensilmente materiale statistico sui mercati internazionali dell'oro e dei cambi, nonché sull'evoluzione della posizione monetaria esterna dei paesi dell'OCSE, che il rappresentante della Banca regolarmente commenta alle riunioni del Comitato.

Alla Banca dei Regolamenti Internazionali è stato anche affidato, dal 1963, il compito di trasmettere alle banche centrali dei paesi partecipanti le informazioni riservate relative alla conclusione e all'utilizzo di accordi bilaterali attraverso i quali la moneta di un paese AME riceve uno speciale sostegno. In seguito alla conclusione di nuovi accordi e alla proroga di alcuni di quelli esistenti nel 1968, l'attività della Banca, collegata alla notificazione delle operazioni di sostegno fra le banche centrali dei paesi AME, si è notevolmente intensificata ed è proseguita nel 1969.

VII. ATTIVITA' DELLA BANCA.

1. Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali.

La funzione svolta dalla Banca nel campo della cooperazione monetaria fra le banche centrali ha dato visibili risultati lo scorso anno, quando sono stati effettuati massicci rimborsi in base agli accordi conclusi fra gruppi di importanti banche centrali e la BRI nell'intento di attenuare le tensioni sorte nel sistema monetario internazionale. Come in anni precedenti, la Banca ha cooperato con alcune banche centrali, nell'ambito di un'azione coordinata, allo scopo di alleggerire pressioni non desiderabili sui mercati, soprattutto su quello dell'eurodollaro. Le relazioni d'affari della Banca con le banche centrali hanno pure continuato ad espandersi rapidamente.

Oltre alle riunioni regolari dei Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei dieci e della Svizzera e a quelle del Consiglio di amministrazione della BRI, la Banca ha continuato ad organizzare riunioni di esperti delle banche centrali per effettuare studi e scambiare informazioni su problemi economici e monetari d'interesse generale, nonché esaminare altre questioni, come l'evoluzione dei mercati dell'oro e dei cambi, nonché di quello dell'eurodollaro. La Banca ha pure organizzato riunioni di altri gruppi di esperti delle banche centrali, allo scopo di discutere diversi problemi tecnici e legali.

Durante l'anno, la Banca ha anche continuato a esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dai ministri 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 impiegati per finanziare saldi attivi e passivi nei 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 e della Svizzera, in occasione delle loro riunioni presso la Banca, hanno inoltre l'opportunità di scambiarsi le informazioni più recenti 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. La cooperazione in questo campo continua ad essere estremamente utile. E la Banca ha pure continuato a partecipare ai lavori dei Sostituti del Gruppo dei dieci.

2. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il bilancio e il conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1970, certificati dai revisori dei conti, sono riprodotti alla fine della presente Relazione.

* * *

*

Il totale del bilancio al 31 marzo 1970 ammonta a 20.699.016.057 franchi*, contro 14.642.777.907 franchi al 31 marzo 1969. Si è così superato per la prima volta il livello di 20 miliardi di franchi. Il totale del bilancio ha perciò registrato un incremento annuale assai notevole: 6.056.238.150 franchi pari al 41 %.

In contrasto con quanto si era verificato nell'esercizio precedente, l'aumento non è dovuto ad alcuna transazione di carattere particolare. A questo proposito occorre anzi osservare che il capitale versato in seguito all'emissione delle nuove azioni è stato raccolto mediante sia prelievi effettuati dagli accantonamenti della Banca, sia l'addebitamento dei conti in oro dei sottoscrittori.

Il totale della situazione mensile è cresciuto ogni mese tranne che nel novembre 1969 e, soprattutto, nel gennaio 1970, nei quali sono state registrate delle diminuzioni.

BRI: Totali del bilancio negli ultimi dieci esercizi finanziari.

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Totale del bilancio	Variazione rispetto all'esercizio precedente	
		milioni di franchi	percentuali
1961	3.973	+ 543	+ 16
1962	4.732	+ 759	+ 19
1963	4.950	+ 218	+ 5
1964	5.778	+ 828	+ 17
1965	7.850	+ 2.072	+ 36
1966	7.882	+ 32	—
1967	8.232	+ 350	+ 4
1968	12.041	+ 3.809	+ 46
1969	14.643	+ 2.602	+ 22
1970	20.699	+ 6.056	+ 41

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

BRI: Conti d'ordine (b).

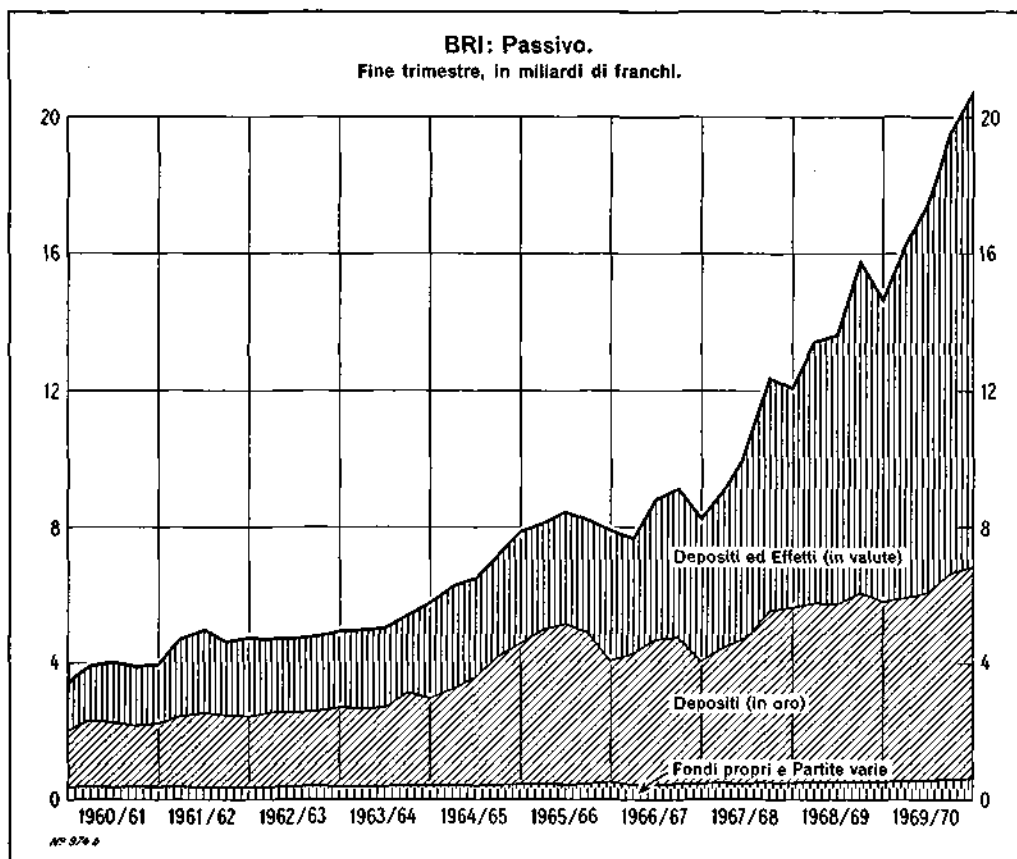
Conti	Fine esercizio	
	1969	1970
	milioni di franchi	
Oro in custodia	1.116	1.068
Saldi bancari	32	17
Effetti e altri titoli	594	543
Totale dei conti non inclusi nel bilancio	1.742	1.628

* Qualora non sia indicato diversamente, tutti gli importi riportati in questo capitolo 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 4 dello Statuto) 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.

COMPOSIZIONE DELLE RISORSE (passivo).

A. Capitale e riserve.

Nel corso dell'esercizio, l'applicazione delle decisioni adottate dalle Assemblee generali ordinaria e straordinaria del 9 giugno 1969 ha provocato un profondo mutamento nella struttura del "Capitale", delle "Riserve" e degli "Accantonamenti" della Banca.



La sezione n. 6 seguente, dal titolo "Modificazione dello Statuto della Banca e adeguamento del suo capitale e delle sue riserve", descrive dettagliatamente questo mutamento e, soprattutto, i due aumenti di capitale effettuati nel corso dell'esercizio finanziario; l'evoluzione dei tre conti citati è riportata nelle tabelle che si trovano all'ultima pagina della Relazione.

Questa sezione si limita pertanto ad indicare le variazioni che si sono verificate in queste voci nel corso dell'anno.

Il "Capitale autorizzato ed emesso" ammontava, alla chiusura dello scorso esercizio finanziario, a 500 milioni di franchi; al 31 marzo 1970 il "Capitale autorizzato" si era triplicato, salendo, cioè, a 1.500 milioni e il "Capitale emesso" a 1.120,8 milioni; in seguito alle emissioni di nuove azioni il "Capitale versato" è passato da 125 milioni a 280,2 milioni.

Con l'eccezione del "Fondo di riserva speciale per dividendi" che è rimasto invariato a 10 milioni di franchi, gli altri fondi di riserva della Banca sono aumentati come segue: il "Fondo di riserva legale" da 12,5 a 28 milioni, il "Fondo di riserva generale" da 37,8 a 64,9 milioni e il "Fondo di riserva libero" da 15 a 80 milioni.

Al 31 marzo 1970, il totale del "Capitale versato" e delle "Riserve" aveva pertanto subito un incremento di 263 milioni di franchi, passando da 200 milioni a 463 milioni; quanto al "Capitale non versato", esso si è accresciuto di 466 milioni: da 375 a 841 milioni.

Per quanto riguarda le altre passività, l'"Accantonamento per contingenze", il cui totale era di 220 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio finanziario, è stato liquidato per intero durante l'esercizio. Le "Partite varie", che il 1° aprile 1969 ammontavano a 43,4 milioni, il 31 marzo 1970 erano salite a 44,5 milioni. L'"Accantonamento per costruzioni" è stato portato da 1,5 a 48,7 milioni. Infine, il "Conto profitti e perdite", cioè l'utile netto per l'esercizio finanziario 1969-70, ammonta a 83,2 milioni in confronto di 45 milioni per l'esercizio precedente. Le proposte per la distribuzione dell'utile sono descritte nella sezione n. 7 di questo capitolo.

BRI: Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi dieci esercizi finanziari.

Fine esercizio	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale del bilancio
	milioni di franchi			
1961	148	3.603	222	3.973
1962	149	4.353	230	4.732
1963	150	4.561	239	4.950
1964	150	5.370	258	5.778
1965	151	7.417	282	7.850
1966	151	7.449	282	7.882
1967	151	7.764	317	8.232
1968	170	11.548	323	12.041
1969	200	14.133	310	14.643
1970	463	20.060	176	20.699

B. Fondi ricevuti in prestito.

Le due tabelle che seguono riportano l'*origine*, la *natura*, e il *termine* delle risorse ricevute in prestito dalla Banca.

BRI: Origine delle risorse ricevute in prestito.

Origine	Fine esercizio		Variazione
	1969	1970	
milioni di franchi			
Banche centrali	11.324	18.001	+ 6.677
Altri depositanti	1.224	1.225	+ 1
Effetti	1.585	834	- 751
Totale	14.133	20.060	+ 5.927

I depositi delle banche centrali sono cresciuti in misura assai considerevole (+59%), raggiungendo il loro livello massimo a fine di esercizio; un'aliquota dell'incremento è dovuta a fondi ricevuti da banche centrali di paesi appartenenti al resto dell'area della sterlina a termini del "Secondo Accordo di Gruppo", entrato in vigore nel settembre 1968 (vedasi Relazione dell'esercizio finanziario precedente).

Il conto "Altri depositanti" non ha presentato variazioni nel suo totale, sebbene, nel corso dell'esercizio finanziario, esso abbia registrato fluttuazioni abbastanza ampie, in quanto il totale di questi depositi ammontava, all'inizio dell'anno, ad un importo doppio rispetto a quello di fine esercizio.

L'ammontare degli effetti in essere è praticamente diminuito della metà, in seguito ad una riduzione negli effetti stilati in valute e ceduti a banche commerciali di diversi paesi che erano stati utilizzati dalla Banca per finanziare diverse operazioni eseguite nell'interesse della comunità delle banche centrali. Poichè erano venute a mancare le ragioni per la loro emissione, alla scadenza non sono stati rinnovati.

BRI: Natura e termini delle risorse ricevute in prestito.

Termine	Depositi in oro			Depositi in valute			Effetti	
	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio	
	1969	1970		1969	1970		1969	1970
milioni di franchi								
A vista	2.234	2.320	+ 86	40	97	+ 57	—	—
Fino a 3 mesi	2.778	2.841	+ 63	5.031	11.660	+ 6.629	594	277
Ad oltre tre mesi	286	1.013	+ 727	2.179	1.295	— 884	991	557
Totale	5.298	6.174	+ 876	7.250	13.052	+ 5.802	1.585	834

I "Depositi in oro" sono cresciuti in misura relativamente modesta (+17%); l'aumento si è verificato soprattutto nei depositi in oro con scadenza ad oltre tre mesi; come è possibile rilevare dal bilancio, il conto "Altri depositanti" è costituito soltanto da depositi in oro a vista.

I "Depositi in valute" hanno invece subito un incremento considerevole, tanto in termini assoluti che relativi (+80%). L'espansione dei fondi con scadenza fino a tre mesi ha superato l'aumento medio del conto. La riduzione verificatasi nei depositi con scadenza ad oltre tre mesi è dovuta a rimborsi, per lo più anticipati, effettuati nel quadro dell' "Accordo di Gruppo" concluso nel giugno 1966 e consolidato nel settembre 1968 (vedasi Relazione dell'esercizio finanziario precedente) perchè, all'atto di questi pagamenti, la Banca ha restituito i depositi affidatili dalle banche centrali per il finanziamento parziale dell'Accordo stesso.

La contrazione del conto "Effetti" si è ripartita, press'a poco in parti uguali, tra i fondi a non più di tre mesi e quelli ad oltre tre mesi.

All'inizio dell'anno finanziario, i "Depositi in oro" costituivano il 37% del totale dei fondi ricevuti in prestito, i "Depositi in valute" il 52%, mentre il

restante 11% era rappresentato dagli "Effetti"; il 31 marzo 1970, le aliquote erano passate rispettivamente al 31, 65 e 4%. Perciò, nonostante la riduzione nel totale degli "Effetti", l'aliquota di fondi in valute ha continuato l'evoluzione degli esercizi precedenti, passando dal 63 al 69%, percentuale che per la prima volta supera i due terzi degli impegni.

UTILIZZO DELLE RISORSE (attivo).

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.

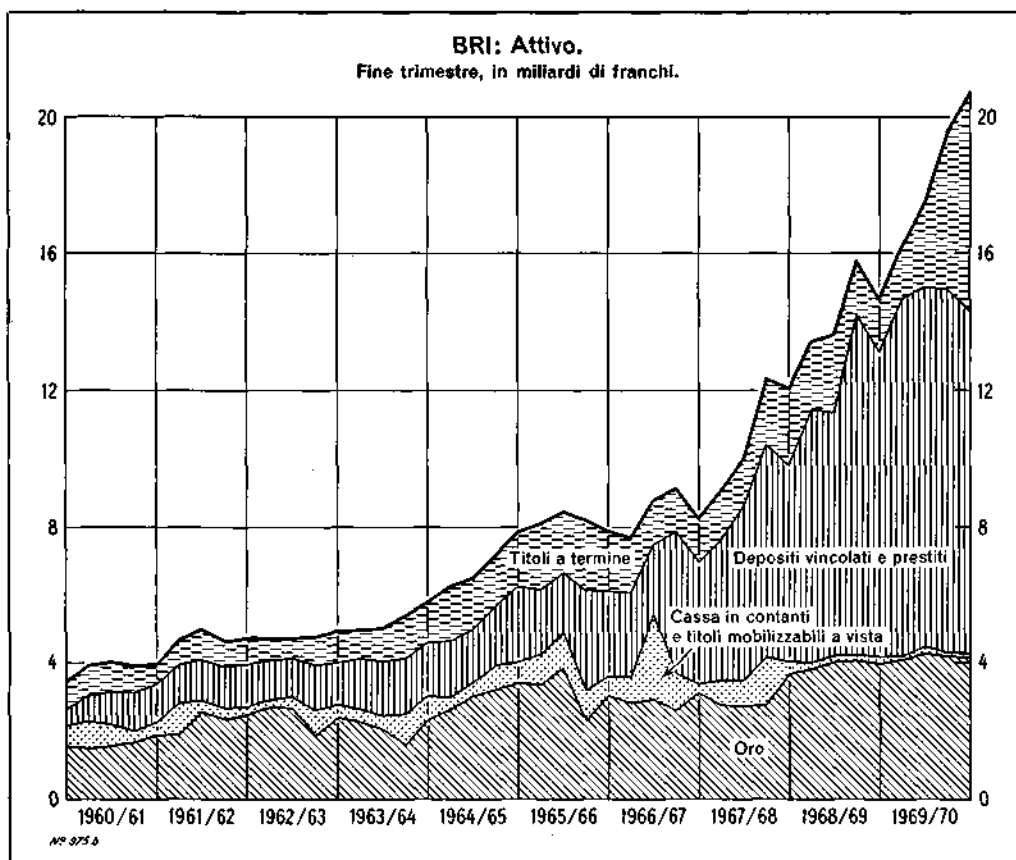
Fine mese	Oro	Impleghi in oro	Depositi in oro	Saldo netto	Saldo netto delle operazioni	Posizione netta finale
	milioni di franchi					
1969						
Marzo	3.976 (min.)	451	- 5.298	- 871	+ 1.341	470 (min.)
Maggio	4.006	418	- 5.287 (min.)	- 863	+ 1.346	483
Agosto	4.110	418	- 5.348	- 820 (mass.)	+ 1.320 (min.)	500
Settembre . .	4.262 (mass.)	416 (min.)	- 5.551	- 873	+ 1.376	503
1970						
Marzo	4.161	462 (mass.)	- 6.174 (mass.)	- 1.551 (min.)	+ 2.110 (mass.)	559 (mass.)
Variazione dal 31 marzo 1969 al 31 marzo 1970	+ 185	+ 11	- 876	- 680	+ 769	+ 89

L'aumento degli averi in oro corrisponde praticamente a quello dei depositi a vista in oro e all'incremento degli averi netti in oro della Banca. Quest'ultimo è, in parte, dovuto alla prima emissione della terza "tranche" di azioni della Banca, la quale è stata sottoscritta in oro.

Il saldo netto delle operazioni a termine è rimasto sempre positivo ed è cresciuto in misura abbastanza sensibile durante l'ultimo trimestre dell'esercizio finanziario. Questo andamento è da ascrivere soprattutto alla conclusione di diverse operazioni comportanti acquisti di oro a termine contro valute; queste operazioni sono state coperte con nuovi depositi di oro a termine.

BRI: Composizione della cassa e di altri investimenti.

Natura	Fine esercizio				Variazione	
	1969		1970			
	milioni di franchi					
Cassa						
Oro	3.976		4.161		+ 185	
Valute	56	4.032	61	4.222	+ 5	+ 190
Altri investimenti						
Oro	451		462		+ 11	
Valute	10.159	10.610	16.002	16.464	+ 5.843	+ 5.854
Totale						
Oro	4.427		4.623		+ 196	
Valute	10.215	14.642	16.063	20.686	+ 5.848	+ 6.044



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

A. Attività mobilizzabili a vista.

Il conto "Oro" (si tratta esclusivamente di oro in barre) è aumentato di 185 milioni di franchi come è spiegato sopra.

Il totale del conto "Cassa in contanti e in conto a vista presso banche" è passato da 56 a 61 milioni di franchi.

Al 31 marzo 1970 il totale degli averi in oro e valute della Banca costituiva il 20,4% del totale del bilancio in confronto del 27,5% l'anno prima.

Alla fine del precedente esercizio finanziario, il totale del portafoglio "Buoni del Tesoro" ammontava a 67 milioni di franchi; dal mese di giugno 1969 è sceso a 7 milioni, livello al quale è successivamente rimasto sino alla fine dell'esercizio.

Il conto "Altri titoli mobilizzabili a vista" ha subito scarse variazioni e alla fine dell'esercizio finanziario era di 62 milioni di franchi.

All'inizio dell'anno finanziario il totale delle attività mobilizzabili a vista, che comprende le varie voci summenzionate, ammontava a 4.160 milioni di

franchi e rappresentava il 28,5 del totale del bilancio. Il 31 marzo 1970 le cifre corrispondenti erano, rispettivamente, 4.291 milioni e 20,7%. Nello stesso periodo, i depositi a vista nel passivo del bilancio sono passati da 2.274 a 2.417 milioni, sicchè la loro aliquota sul totale del bilancio è scesa dal 15,5 all'11,5%.

B. Fondi vincolati.

Dall'inizio alla fine dell'esercizio finanziario, il totale del conto "Depositi vincolati e prestiti" è salito da 8.964 a 10.017 milioni di franchi, registrando quindi un progresso di 1.053 milioni pari all'11,7%. Questo aumento è il risultato della differenza fra i due gruppi di operazioni indicati qui di seguito:

- impieghi sul mercato delle eurodivise e, in misura minore, crediti accordati a diverse banche centrali;
- liquidazione, su richiesta della Banca centrale interessata, d'impieghi eseguiti nel quadro del secondo "Accordo di Gruppo" e rimborsi, già menzionati, effettuati in base all' "Accordo di Gruppo" consolidato nel settembre 1968.

Il totale del conto "Titoli a termine" ha registrato un incremento considerevole, ed è andato aumentando, quasi senza interruzione, ogni mese: il suo importo è salito da 1.518 a 6.378 milioni, ammontare che costituisce il massimo dell'esercizio finanziario. L'aumento nel totale del conto è da ascrivere soprattutto a impieghi in certificati di deposito presso banche americane; in senso opposto hanno invece agito, e per importi in confronto relativamente modesti, le scadenze di certificati di deposito governativi, soprattutto di buoni del Tesoro britannico.

BRI: Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine, suddivisi per scadenza.

Periodi	Fine esercizio		Variazione
	1969	1970	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi	6.935	13.589	- 6.654
Ad oltre tre mesi	3.547	2.806	+ 741
Totale	10.482	16.395	+ 5.913

Si può osservare che, parallelamente con i movimenti registrati nei depositi in valute, si sono verificate una forte espansione negli impieghi fino a tre mesi, praticamente raddoppiati, e una riduzione dei fondi collocati con scadenza ad oltre tre mesi.

* *
*

Sotto tutti gli aspetti, i risultati dell'esercizio finanziario 1969-70 sono stati assai soddisfacenti. La Banca ha raggiunto un nuovo grado, molto elevato, di at-

tività e ha compiuto ulteriori progressi verso il suo obiettivo principale e cioè, l'intensificazione della cooperazione con le banche centrali. L'Istituto ha fornito più ampie facilitazioni ai suoi membri e ha rafforzato i suoi rapporti con il mercato. Questa elevata attività si è tradotta in un aumento tanto del totale del bilancio, quanto del volume delle operazioni; quest'ultimo ha, in effetti, raggiunto un nuovo livello senza precedenti di 213 miliardi nel 1969-70 contro 184 miliardi nel 1968-69 e 174 miliardi nel 1967-68.

3. Le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali.

Dal 1° gennaio 1970 la Banca svolge le funzioni di Fiduciario per le nuove obbligazioni del Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes) emesse dal Governo della Repubblica federale tedesca, in conformità dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953. La Banca ha assunto queste funzioni, succedendo ai Signori Nelson D. Jay, Emmanuel Monick e Sir Otto Niemeyer che, alla fine del 1969, si sono tutti dimessi dalla carica di Fiduciari per il Prestito Dawes. Precedentemente alla loro rinuncia alla carica, la Banca aveva agito, dal 1930, come loro Agente finanziario nell'amministrazione del Prestito.

Per il Prestito Dawes, l'esercizio finanziario 1969-70 si è chiuso il 15 aprile 1970. In conformità dell'Accordo di Londra, in sostituzione delle vecchie obbligazioni del Prestito sono state emesse obbligazioni convertite per un importo globale pari a circa 247 milioni di franchi. Il 15 ottobre 1969, tutte le obbligazioni delle emissioni di conversione, allora in essere, e ammontanti all'equivalente di circa 154 milioni di franchi, sono giunte a scadenza e state rimborsate. Per quanto riguarda le obbligazioni consolidate, che giungeranno a scadenza il 15 ottobre 1972, il rimborso di quelle relativamente all'anno finanziario 1969-70 è stato effettuato mediante acquisti di obbligazioni sul mercato. Nel periodo sotto rassegna gli interessi per le obbligazioni di conversione e consolidate sono ammontati complessivamente a un importo equivalente a 5,7 milioni di franchi.

La situazione del Prestito Dawes può essere desunta dalle tabelle che seguono.

Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes).

Obbligazioni consolidate.

Emissione	Valuta	Valore nominale			
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1958-59 al 1968-69	1969-70	
Americana . .	\$	8.209.000	2.643.000	269.000	5.297.000
Belga	£	157.800	53.300	5.600	98.900
Britannica . .	£	2.232.300	746.200	80.400	1.405.700
Francese . . .	£	499.000	168.100	18.100	312.800
Olandese . . .	£	291.700	89.600	9.900	192.200
Svizzera . . .	£	115.000	37.900	4.000	73.100
Svizzera . . .	fr.sv.	415.000	124.000	12.000	279.000

Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes).
Obbligazioni di conversione.

Emissione	Valuta	Valore nominale		
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari dal 1958-59 al 1968-69	Obbligazioni rimborsate alla data di scadenza del 15 ottobre 1969
Americana . . .	\$	44.118.000	19.563.000	24.555.000
Belga	£	583.500	181.200	402.300
Britannica . . .	£	8.277.200	2.572.200	5.705.000
Francese	£	1.929.600	593.500	1.338.100
Olandese	£	1.324.000	391.900	932.100
Svedese	cor.sv.	14.209.000	4.124.000	10.085.000
Svizzera	£	1.130.800	347.600	783.200
Svizzera	fr.sv.	8.251.000	2.351.000	5.900.000

In conformità degli accordi in vigore, nell'anno sotto rassegna la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Fiduciario per le nuove obbligazioni del Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young) emesso dal governo della Repubblica federale tedesca in base all'Accordo di Londra. Per l'esercizio finanziario 1969-70, che per il Prestito Young si è chiuso il 1° giugno 1970, il rimborso di obbligazioni convertite e consolidate è stato effettuato mediante acquisti di obbligazioni sul mercato. Per l'anno sotto rassegna gli interessi per il Prestito sono ammontati a un importo equivalente a circa 34 milioni di franchi.

La questione se la garanzia di cambio annessa al Prestito Young ai termini dell'accordo di Londra sia applicabile nel caso della rivalutazione del DM avvenuta nel 1961 è tuttora insoluta e la materia continua ad essere all'esame dei governi dei paesi in cui sono state effettuate emissioni del Prestito. In seguito all'ulteriore rivalutazione del DM dell'ottobre 1969, e in base alle considerazioni presentate in connessione con quella precedente, il Fiduciario ha espresso il parere che la garanzia di cambio è applicabile anche alla rivalutazione del marco effettuata nel 1969. L'Amministrazione federale dei debiti, confermando la posizione assunta nel 1961, non ha potuto dichiararsi d'accordo.

Il Fiduciario ha pertanto informato i governi interessati della situazione che si è creata in seguito alla nuova rivalutazione del DM e ha comunicato all'Amministrazione federale dei debiti che, fino a quando il problema non sarà regolato, esso riserverà i diritti degli obbligazionisti, relativamente all'applicazione della garanzia di cambio annessa al Prestito Young, anche per la rivalutazione del DM decisa nel 1969, a prescindere dal fatto che le obbligazioni e cedole relative vengano presentate o meno per il pagamento.

La situazione del Prestito Young può essere desunta dalla seguente tabella.

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 1968-69	1969-70	
Obbligazioni convertite					
Americana . . .	\$	55.498.000	7.920.000	953.000	46.625.000
Belga	fr.belgi	202.851.000	28.509.000	3.323.000	171.019.000
Britannica . . .	£	20.662.900	2.882.600	339.300	17.441.000
Francese	fr.fr.	501.637.000	70.006.000	8.705.000	422.926.000
Olandese	florini	52.574.000	7.229.000	855.000	44.490.000
Svedese	cor.sv.	92.780.000	12.986.000	1.519.000	78.265.000
Svizzera	fr.sv.	58.385.000	8.191.000	962.000	49.232.000
Tedesca	DM	14.504.000	2.013.000	237.000	12.254.000
Obbligazioni consolidate					
Americana . . .	\$	9.010.000	1.235.000	133.000	7.642.000
Belga	fr.belgi	45.683.000	6.347.000	683.000	38.653.000
Britannica . . .	£	4.930.200	676.900	72.700	4.180.600
Francese	fr.fr.	110.468.000	14.963.000	1.734.000	93.771.000
Olandese	florini	8.499.000	1.167.000	125.000	7.207.000
Svedese	cor.sv.	6.014.000	833.000	90.000	5.091.000
Svizzera	fr.sv.	1.405.000	192.000	21.000	1.192.000
Tedesca	DM	416.000	56.000	6.000	354.000

* Valore nominale al 1° maggio 1970, determinato in conformità delle disposizioni dell'Accordo di Londra per i debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953, ma senza tener conto delle rivalutazioni del DM del marzo 1961 e dell'ottobre 1969.

La Banca svolge anche le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni convalidate del Prestito internazionale del Governo austriaco 1930, le cui operazioni sono state eseguite in conformità degli accordi relativi.

La situazione di questo prestito è indicata nella seguente tabella.

Prestito Internazionale del Governo austriaco 1930.

Emissione	Valuta	Valore nominale			
		Obbligazioni convalidate	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1959 al 1968	1969	
Americana . . .	\$	1.667.000	715.000	92.000	860.000
Anglo-olandese . . .	£	866.600	359.900	50.500	446.200
Svizzera	fr.sv.	7.102.000	2.517.000	341.000	4.244.000

4. La Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio.

Ai termini di un contratto, stipulato il 28 novembre 1954 con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, la Banca ha continuato a esercitare le funzioni di Terzo Designato per i prestiti della CECA, garantiti ai sensi del contratto medesimo.

L'importo globale dei prestiti garantiti emessi durante il periodo fino al 1961 compreso era equivalente a circa 821 milioni di franchi. Dal settembre 1961, la Comunità ha emesso prestiti che non sono garantiti a termini del contratto sopra menzionato, ma per tali prestiti la Banca non svolge alcuna funzione.

I rimborsi effettuati dalla Comunità, fino al 1° aprile 1970, sui prestiti garantiti sono ammontati all'equivalente di circa 409 milioni di franchi, che riduce la consistenza attuale dei prestiti all'equivalente di circa 412 milioni di franchi. La tabella che segue riporta i particolari dei prestiti. La Comunità ha utilizzato i gettiti dei prestiti per concedere crediti nei paesi membri della CECA.

Prestiti garantiti della CECA.

Serie dei titoli garantiti	Date di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Ammontare dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1970	Saggio d'interesse %	Scadenze dei prestiti
1 ^a	1954	Stati Uniti	Governo SU	\$ 100.000.000	55.900.000	3 1/2	1979
2 ^a	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brusselle	Fr.belgi 200.000.000	126.400.000	3 1/2	1982
3 ^a	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf e Münster ¹	DM 50.000.000	27.170.100	3 1/2	1981
4 ^a	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	Fr.belgi 20.000.000 Fr.luss. 5.000.000	12.640.000	3 1/2	1982
5 ^a	1956	Saar	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2.977.450 ²	1.476.815	4 1/2	1977
6 ^a	1956	Svizzera	Emissione pubblica	Fr.sv. 50.000.000	20.000.000	4 1/2	1974
7 ^a	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	9.800.000	5 1/2	1975
10 ^a	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	74.023.045	5 1/2	1982
11 ^a ³	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	21.200.000	5	1978
13 ^a	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	18.400.000	5 1/2	1980
15 ^a	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	84.883.149	5 1/2	1986
16 ^a	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fiorini 50.000.000	39.950.000	4 1/2	1981

¹ I creditori originali Rheinische Girozentrale und Provinzialbank e Landesbank für Westfalen Girozentrale si sono fusi a partire dal 1° gennaio 1969, adottando la denominazione Westdeutsche Landesbank Girozentrale.
² Questo prestito, negoziato in franchi francesi, è stato convertito in DM nel 1959. L'importo originario ammontava a 350 milioni di franchi francesi vecchi. ³ I titoli garantiti dell'8^a, 9^a, 12^a e 14^a serie sono stati rimborsati integralmente.

Durante l'anno finanziario sotto rassegna, la Banca ha ricevuto dai debitori e distribuito agli Agenti nazionali per il servizio dei prestiti garantiti l'equivalente di circa 22 milioni di franchi per interessi e l'equivalente di circa 40 milioni di franchi per rimborsi.

5. La Banca come Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo monetario europeo).

Come è stato spiegato nel capitolo VI 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. Come nello 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.

6. Modificazione dello Statuto della Banca e adeguamento del suo capitale e delle sue riserve.

L'Assemblea generale straordinaria, alla quale ci si riferisce nel capitolo VII, sezione n. 7, della trentanovesima Relazione annuale, ha avuto luogo il 9 giugno 1969; il suo scopo era di esaminare le proposte per adeguare il capitale della Banca e modificare il suo Statuto. Le risoluzioni presentate all'Assemblea sono state approvate all'unanimità e sono entrate in vigore il 10 dicembre 1969, dopo che il Governo svizzero, agendo con l'intesa degli altri governi partecipanti alla Convenzione del 1930 concernente la BRI, aveva dato la sanzione richiesta dalla Convenzione. Pertanto, gli emendamenti dello Statuto della Banca, insieme alle conseguenti modificazioni dei riferimenti allo Statuto contenuti nella Carta costitutiva della Banca, sono entrati in vigore in detto giorno. Il capitale autorizzato della Banca è stato perciò immediatamente aumentato da 500 milioni a 1.500 milioni di franchi e consiste, come indica l'Articolo 4 dello Statuto modificato, in 600.000 azioni, tutte dello stesso valore-oro nominale, una prima "tranche" delle quali, di 200.000 azioni liberate per il 25 %, ossia per 625 franchi per azione, era già stata emessa e due ulteriori "tranches", di 200.000 azioni ciascuna, erano pronte per l'emissione in conformità degli Articoli 5 e 6 dello Statuto modificato.

In conformità della decisione dell'Assemblea generale straordinaria e dell'Articolo 5 dello Statuto modificato, il 29 dicembre 1969 le 200.000 azioni della seconda "tranche" del capitale aumentato della Banca sono state offerte in sottoscrizione agli azionisti - dopo essere state liberate nella misura di 625 franchi per azione, prelevando l'importo necessario per questa operazione dai fondi propri della Banca - sulla base di una nuova azione per ciascuna azione registrata nei libri della Banca. Nel sottoscriverle, gli azionisti hanno dichiarato di accettare le obbligazioni relative ai tre quarti non pagati, cioè 1.875 franchi per azione. Al termine del periodo di sottoscrizione, il 31 marzo 1970, la grande maggioranza degli azionisti avevano sottoscritto le azioni alle quali avevano diritto e a questa data soltanto una modesta aliquota di azioni ha dovuto essere sottoscritta, contro il pagamento di un importo di franchi svizzeri equivalenti a 625 franchi per azione, da parte delle otto banche centrali rappresentate nel Consiglio di amministrazione, che avevano garantito la sottoscrizione dell'intera emissione. L'importo così ricevuto dalle banche centrali garanti è stato successivamente pagato agli azionisti che non avevano effettuato la sottoscrizione entro il periodo di tempo stabilito. Dopo l'operazione con cui le azioni della seconda "tranche"

sono state liberate nella misura di 625 franchi ciascuna prelevando il fabbisogno dai fondi propri della Banca, l'Accantonamento per contingenze si è ridotto da 220 a 95 milioni di franchi e il saldo è stato immediatamente liquidato, in conformità della decisione presa dall'Assemblea generale straordinaria, trasferendo 12,5 milioni di franchi al Fondo di riserva legale, 50 milioni di franchi al Fondo di riserva libero e 32,5 milioni all'Accantonamento per costruzioni.

In conformità della decisione adottata dall'Assemblea generale straordinaria e delle disposizioni dell'Articolo 6 dello Statuto modificato, il 2 gennaio 1970 è stata effettuata una prima emissione di azioni della terza "tranche" del capitale aumentato della Banca, la cui sottoscrizione è riservata esclusivamente alle banche centrali. In seguito a questa emissione le banche centrali del Canada e del Giappone, che già contribuivano in misura notevole alle attività della Banca, sono diventate membri della Banca. In pari tempo, altre due banche centrali, che erano già membri della Banca, hanno sottoscritto altre azioni allo scopo di arrotondare il numero delle azioni che avevano acquistato al momento di diventare membri. In aggiunta sono state applicate per la prima volta le nuove disposizioni dell'Articolo 9 dello Statuto e le banche centrali fondatrici, che hanno esercitato i diritti loro conferiti dall'Articolo 8 (2) sottoscrivendo un'aliquota delle nuove azioni emesse, ne hanno messo a disposizione della Banca un certo numero per l'annullamento. Il Consiglio di amministrazione ha potuto quindi emettere un numero equivalente di nuove azioni in favore di altre banche centrali membri.

In occasione di detta prima emissione di azioni della terza "tranche" del capitale della Banca, sono state sottoscritte azioni per un totale di 48.325 azioni. Il prezzo di sottoscrizione è stato fissato dal Consiglio di amministrazione, il quale ha agito in base all'autorizzazione conferita dall'Assemblea generale straordinaria, in 937,50 franchi per azione. Siccome le azioni sono state liberate nella misura del 25 %, ossia di 625 franchi per azione, nel prezzo di sottoscrizione era incluso un premio di 312,50 franchi per azione, cioè il 50 % dell'importo versato. Il premio complessivo ricevuto su questa prima emissione di azioni della terza "tranche" è pertanto ammontato a 15.101.563 franchi ed il Consiglio ha trasferito l'importo, per 3.020.313 franchi, al Fondo di riserva legale e, per 12.081.250 franchi, al Fondo di riserva generale.

In seguito alle misure sopra menzionate, alla chiusura dell'anno finanziario, il capitale versato della Banca era passato da 125 milioni ad oltre 280 milioni di franchi e il numero delle azioni emesse, liberate nella misura del 25 %, ossia di 625 franchi per azione, erano salite da 200.000 a 448.325. Contemporaneamente, il capitale non versato della Banca si è accresciuto da 375 milioni di franchi ad oltre 840 milioni di franchi.

Oltre a queste modificazioni nel capitale azionario della Banca, si sono verificati anche importanti mutamenti nelle sue riserve e nei suoi accantonamenti. Il Fondo di riserva legale, che all'inizio dell'anno finanziario ammontava a 12,5 milioni di franchi, è poi stato aumentato in occasione di ciascuna delle due emissioni di azioni sopra menzionate, e precisamente di 12,5 milioni di franchi prelevati dall'Accantonamento per contingenze il 29 dicembre 1969 e di 3.020.313 franchi trasferiti dal premio ricevuto sulle azioni il 2 gennaio 1970. Per effetto di

ciascuno di questi incrementi il Fondo di riserva legale ha raggiunto durante l'anno il massimo ammontare previsto dall'Articolo 51 dello Statuto in rapporto al capitale versato. Alla fine dell'anno finanziario questo Fondo ammontava quindi a 28.020.313 franchi. Al Fondo generale di riserva è stato trasferito il saldo del premio ricevuto sull'emissione di azioni della terza "tranche", cioè 12.081.250 franchi. Tenendo conto del trasferimento di 15 milioni di franchi dall'utile netto del precedente anno finanziario, al 31 marzo 1970 questo Fondo ammontava a 64.833.210 franchi.

La liquidazione dell'Accantonamento per contingenze, già menzionato sopra, ha pure aumentato il Fondo di riserva libero, che ammontava a 80 milioni di franchi alla fine dell'anno finanziario, ivi compreso il trasferimento di 15 milioni di franchi dall'utile netto del precedente esercizio. Per quanto riguarda l'Accantonamento per costruzioni, che è costituito dai fondi disponibili per la costruzione e l'arredamento della nuova sede della Banca, lo scorso anno è stato prelevato un importo di 1.329.000 franchi per l'acquisto di un piccolo appezzamento di terreno che completa quello comperato per la costruzione della nuova sede. D'altra parte, l'Accantonamento è stato consolidato dall'importo di 32,5 milioni di franchi prelevati dall'Accantonamento per contingenze e dal trasferimento di 16 milioni di franchi dall'utile netto dello scorso anno finanziario. Il 31 marzo 1970, il saldo dell'accantonamento per costruzioni ammontava quindi a 48.671.000 franchi.

Riassumendo, quale effetto combinato di tutte queste misure, alla fine dell'anno finanziario 1969-70 è stato stabilito un rapporto più adeguato fra il totale del bilancio della Banca, da una parte e il totale del capitale (versato e non versato) e delle riserve, dall'altra parte. Se le raccomandazioni del Consiglio di amministrazione per quanto riguarda la distribuzione dell'utile netto per l'anno saranno approvate, il Fondo di riserva generale e il Fondo di riserva libero della Banca aumenteranno ulteriormente in totale di 48 milioni di franchi.

7. Distribuzione dell'utile netto.

I conti relativi al quarantesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1970, presentano un avanzo di 101.368.556 franchi. Nel precedente esercizio finanziario si era avuto un avanzo di 49.686.320 franchi. Tale aumento assai cospicuo dei profitti è da ascrivere soprattutto al sensibile incremento nelle risorse in valute della Banca e alla considerevole espansione nel volume delle sue operazioni, che sono già stati menzionati nella sezione n. 2 di questo capitolo.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 2.188.986 franchi all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione" e 16.000.000 di franchi all' "Accantonamento per costruzioni". Dopo aver dedotto questi due trasferimenti, l'utile netto ammonta a 83.179.570 franchi in confronto di 45.000.000 di franchi per l'anno finanziario precedente. La distribuzione di questo importo è prevista dall'Articolo 51, commi 2), 3), 4) e 5) dello Statuto modificato.

In conformità di queste disposizioni, il Consiglio di amministrazione raccomanda che l'Assemblea generale distribuisca come segue l'utile netto di 83.179.570 franchi:

- 1) un importo di 23.179.570 franchi per il pagamento del dividendo globale di 56,25 franchi per azione, costituito per 37,50 franchi dal dividendo prioritario del 6% l'anno e per 18,75 franchi dal massimo dividendo addizionale del 3% l'anno; il dividendo globale è pagabile per l'intero anno finanziario sulle 400.000 azioni emesse della prima e seconda "tranche" del capitale della Banca e per un quarto dell'esercizio finanziario sulle 48.325 azioni emesse della terza "tranche";
- 2) un importo di 30.000.000 di franchi al Fondo di riserva generale;
- 3) un importo di 12.000.000 di franchi al Fondo di riserva speciale per dividendi;
- 4) un importo di 18.000.000 di franchi, compresa la rimanenza dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione non soltanto per far fronte ad eventuali perdite subite dalla Banca, ma anche per qualsiasi altro scopo che sia in conformità dello Statuto.

In base a queste proposte del Consiglio di amministrazione, le nuove disposizioni dell'Articolo 51(5), che consentono di trasferire al Fondo di riserva speciale per dividendi fino al 40% del saldo dell'utile netto disponibile, dopo avere eseguito tutti i pagamenti e tutte le assegnazioni, vengono applicate per la prima volta. La proposta di trasferire al Fondo di riserva speciale per dividendi l'importo di 12.000.000 di franchi, che per quest'anno costituisce il massimo statutario, farebbe salire l'ammontare di tale Fondo a 22.007.964 franchi; in questo modo il rapporto tra il Fondo e il capitale a tutt'oggi versato avrebbe approssimativamente lo stesso livello in cui il rapporto medesimo si trovava alla chiusura dell'ultimo esercizio prima che fosse aumentato il capitale della Banca.

Quanto al dividendo per l'anno finanziario 1969-70, le proposte del Consiglio prevedono un dividendo globale di 56,25 franchi per azione sulle 400.000 azioni emesse della prima e seconda "tranche" e di 14,0625 franchi sulle 48.325 azioni emesse della terza "tranche" di capitale. Questi importi saranno pagabili il 1° luglio 1970, nella misura rispettivamente di 80,40 franchi svizzeri e 20,10 franchi svizzeri per azione agli azionisti iscritti sui registri della Banca al 20 giugno 1970. Per gli azionisti che hanno sottoscritto le nuove azioni liberate della seconda "tranche" alle quali avevano diritto, l'effetto delle proposte in merito al dividendo è che, quest'anno, essi riceveranno un dividendo di 112,50 franchi, ossia di 160,80 franchi svizzeri, per ogni due azioni, che ora detengono, invece di 75 franchi, ossia di 107,15 franchi svizzeri, ricevuti lo scorso anno per ciascuna azione che allora possedevano.

Il bilancio, il conto profitti e perdite, la ripartizione dell'utile netto proposta e i movimenti che si sono verificati nel capitale versato, nelle riserve e negli accantonamenti durante l'anno finanziario, sono riprodotti alla fine di questa Relazione.

La contabilità della Banca è stata verificata dai Signori Price Waterhouse & Co., Zurigo, che hanno confermato che il bilancio e il conto profitti e perdite rispecchiano in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1970, nonchè degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei Signori Price Waterhouse & Co. si trova in calce al bilancio.

8. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione.

Il mandato del Signor Maurice Frère, come Consigliere, che veniva a scadere il 7 agosto 1969, è stato rinnovato nel luglio 1969, in base all'Articolo 27(2) dello Statuto, dal Barone Ansiaux, Governatore della Banca nazionale del Belgio, per un ulteriore periodo di tre anni che avrà termine il 7 agosto 1972.

Il mandato del Dott. Donato Menichella, come Consigliere, che veniva a scadere il 7 novembre 1969, è stato rinnovato, nel settembre 1969, in base all'Articolo 27(2) dello Statuto, dal Dottor Carli, Governatore della Banca d'Italia, per un ulteriore periodo di tre anni che avrà termine il 7 novembre 1972.

Il 1° gennaio 1970 il Dott. Karl Klasen è succeduto al Signor Karl Blessing nella carica di Presidente della Deutsche Bundesbank, divenendo conseguentemente Consigliere di diritto. Alla riunione del Consiglio, tenutasi l'8 dicembre 1969, il Presidente ha espresso la sincera e calorosa gratitudine di tutti i membri del Consiglio per i preziosissimi servizi che il Signor Blessing ha reso alla Banca durante i dodici anni della sua carica. Nel gennaio 1970, quando il Dottor Klasen è intervenuto per la prima volta alla riunione del Consiglio, il Presidente gli ha porto il benvenuto.

Il mandato del Dott. Jelle Zijlstra, come Consigliere, veniva a scadere il 31 marzo 1970. Il Consiglio, in conformità dell'Articolo 27(3) dello Statuto, ha riletto il Dottor Zijlstra, Presidente della Nederlandsche Bank, quale membro del Consiglio di amministrazione per un ulteriore periodo di tre anni che avrà termine il 31 marzo 1973.

CONCLUSIONE.

Durante lo scorso anno, il clima economico all'interno dei paesi industriali è stato caratterizzato da tendenze inflazionistiche le quali, con il passar del tempo, si sono via via estese, suscitando in genere la sensazione che stessero progredendo con un ritmo sempre più rapido. Il fenomeno può essere in parte ascritto ad errori di politica economica, ma anche il fronte dei salari in diversi casi ha avuto sviluppi addirittura esplosivi.

Sin verso la fine del 1968 la Germania era apparsa come un bastione di stabilità monetaria, che ha cominciato però ad essere minacciato quando, nel 1969, si sono andate manifestando violente pressioni sulle risorse di lavoro e si è lasciato sfuggire il momento propizio per adottare le necessarie misure restrittive. Due sono stati gli ostacoli che hanno impedito l'azione delle autorità. La situazione politica è stata sfavorevole a tempestive decisioni in materia tanto di rivalutazione monetaria quanto di restrizioni fiscali. E poichè il cospicuo avanzo commerciale e l'afflusso di fondi a scopo speculativo hanno trovato solo elemento compensatore nelle massicce esportazioni di capitali, ogni orientamento restrittivo della politica monetaria è stato ostacolato da considerazioni relative ai conti con l'estero. A partire dal primo accordo salariale concluso in autunno, si è dato inizio a una serie di aumenti retributivi del 12-14%, e la conseguente pressione sui costi ha fatto sì che la rivalutazione sia stata accompagnata da aumenti dei prezzi in DM anche nelle industrie esportatrici.

Inoltre, la rivalutazione, quando infine è stata decisa, ha esercitato subito soltanto un modesto effetto sul "boom" interno, e gli sforzi del nuovo governo per rendere più restrittiva la politica fiscale non si sono tradotti nei fatti. Nel marzo di quest'anno la banca centrale si è perciò energicamente orientata verso una politica monetaria restrittiva. Si dovrebbe così finalmente riuscire a smorzare il surriscaldamento congiunturale, ma l'intervallo di tempo necessario perchè ciò si verifichi rimane un'incognita, perchè dipende dall'ampiezza con cui gli aumenti salariali si diffondono attraverso l'economia.

Nel Regno Unito, sia pure con un certo ritardo, la gamma di misure nei vari settori della politica economica è stata volta all'obiettivo di consolidare la nuova parità della sterlina. Si è conseguito un considerevole avanzo globale nei conti del settore pubblico e la politica monetaria è stata condotta in modo da tenere sotto stretto controllo la concessione di credito al settore privato. Il risultato favorevole della bilancia dei pagamenti ha superato le aspettative e, per di più, il saggio di aumento di prezzi e salari si è mantenuto moderato.

Al fine di mantenere i progressi conseguiti, e di preparare quindi il terreno per una rinnovata spinta espansionistica senza inflazione, il governo ha tentato di iniziare un'efficace politica dei redditi e di garantire rapporti più ordinati nel mondo del lavoro, problemi che costituiscono due punti deboli da molti anni. Tali tentativi sono peraltro falliti e, più avanti nell'anno, è divenuto evidente

che si andava determinando un nuovo allineamento dei salari nella misura del 10%.

Fra i principali paesi, l'Italia si presentava all'inizio dello scorso anno relativamente immune da inflazione. Durante il 1968 i prezzi si erano mantenuti stabili e i guadagni da lavoro erano aumentati in misura modesta. Inoltre, diversamente dalla Germania, sussisteva nell'economia un margine di risorse inutilizzate e, soprattutto in considerazione dell'ampio saldo attivo dei conti con l'estero, si riteneva che la spesa pubblica per investimenti avrebbe potuto essere accelerata senza correre rischi. Ma, in un clima di instabilità politica, hanno incominciato a fare la loro apparizione richieste di forti aumenti salariali, mentre le agitazioni delle forze lavorative sono andate estendendosi. I vasti scioperi dell'autunno sono stati composti ad un prezzo elevato. I saggi salariali contrattuali hanno bruscamente compiuto un balzo di oltre il 20% alla fine dell'anno, e si stima che l'aumento dei guadagni effettivi da lavoro nel corso del 1970 sarà superiore al 15%. Si poneva quindi per l'Italia l'obiettivo urgente di contenere l'aumentata capacità d'acquisto con misure restrittive; finora, queste si sono limitate all'azione della banca centrale intesa a ridurre il credito al settore privato. Data l'instabilità dei rapporti di lavoro e della situazione politica tuttora esistente, alla metà del 1970 le prospettive economiche del paese rimangono incerte.

Anche in Francia l'esplosione salariale verificatasi a metà anno 1968 era stata la conseguenza più di un malessere politico-sociale che di pressioni della domanda sul mercato del lavoro. Da allora le autorità si sono preoccupate di ristabilire l'equilibrio economico. Ciò ha comportato una svalutazione del franco, che è stata attuata in sordina nella quiete delle vacanze estive e sostenuta all'interno da misure di stabilizzazione. Dal lato esterno, i risultati ottenuti hanno finora superato le aspettative, e le autorità francesi ne sono a ragione soddisfatte. Ma salari e prezzi, in parte per l'effetto ritardato della svalutazione, continuano a crescere ad un ritmo troppo rapido perchè si possa essere tranquilli.

Negli Stati Uniti, sino a tempi recenti, l'ondata di inflazione propagatasi dal 1965 è solo in minima parte da imputare alla spinta dei salari come forza autonoma. La domanda in eccesso è stata generata dalle crescenti spese del governo federale e, sotto la pressione del pieno impiego, i salari dei lavoratori non inquadrati in organizzazioni sindacali hanno registrato aumenti molto maggiori di quelli previsti dai contratti stipulati da dette organizzazioni. L'insuccesso, in tale situazione, delle linee direttive ufficiali in materia salariale ha ancora una volta messo in luce l'incompatibilità tra politica dei salari e un governo della domanda poco energico.

Nel primo semestre del 1969, si è realizzato il passaggio ad una situazione di avanzo del bilancio pubblico e l'inflazione è stata combattuta anche con restrizioni di carattere monetario. Questi sforzi sono riusciti ad eliminare la domanda in eccesso ed hanno impresso un movimento discendente alla produzione e all'occupazione a partire dall'autunno dello scorso anno; ma il ritardo di tali misure nel limitare l'aumento dei prezzi e salari è stato non meno evidente. A questo punto, la situazione si è presentata tale da giustificare, sul piano ufficiale o ufficioso, un più diretto intervento delle autorità in materia di politica dei prezzi

e salari. Finora, l'atteggiamento ufficiale in merito all'adozione di simili misure è stato peraltro negativo.

Secondo la strategia elaborata all'inizio di quest'anno, ci si aspettava che la morsa della mentalità inflazionistica avrebbe dovuto essere definitivamente allentata per effetto delle restrizioni fiscali. E, d'altra parte, una moderata attenuazione della politica monetaria avrebbe dovuto servire per evitare di precipitare nella recessione. Purchè l'obiettivo del bilancio pubblico venga conseguito in misura soddisfacente, le previsioni fatte sembrano ragionevoli. Peraltro, le previsioni di bilancio per il prossimo esercizio finanziario hanno registrato recentemente un peggioramento e l'economia sta ora attraversando una fase in cui non può non sorgere qualche dubbio circa le prospettive generali.

Questi avvenimenti, così come il comportamento di salari e prezzi in numerosi altri paesi industriali durante lo scorso anno, servono a sottolineare ancora una volta certe inoppugnabili realtà della vita economica. Una di queste è che ogni ritardo nell'affrontare l'inflazione non solo è costoso, ma rende anche più difficili le correzioni apportate successivamente. Una seconda è che, quando il problema è costituito dall'inflazione della domanda, le misure monetarie restrittive non possono sostituirsi a quelle di una politica fiscale che operi in modo adeguato. Da ultimo, è sempre più evidente che la politica dei redditi, intesa in senso lato, può costituire un presupposto di un ordinato sviluppo economico. Poche banche centrali, o poche amministrazioni delle finanze, si sentirebbero di dissentire dall'affermazione che la politica dei redditi non può compensare l'inadeguatezza di altri provvedimenti; in pari tempo, pochi potrebbero dichiararsi convinti che la spinta dei salari possa essere affrontata soltanto con misure monetarie e fiscali.

Sulla scena monetaria internazionale, gli avvenimenti dello scorso anno si suddividono in due fasi nettamente contrastanti: una continuazione, e talvolta un ulteriore aggravamento delle condizioni di instabilità ereditate dal 1968, seguite da un improvviso mutamento di clima e dall'emergere sui mercati dell'oro e dei cambi di una situazione più tranquilla di quanto non fosse da alcuni anni. Sul mercato dell'oro, le condizioni erano andate migliorando già dalla primavera del 1969 in poi. Il vero punto di svolta è però intervenuto nell'ultimo trimestre del 1969 in conseguenza di tre importanti aggiustamenti: la svalutazione del franco francese, congiuntamente al relativo programma di stabilizzazione interna; il manifestarsi di un avanzo nella bilancia dei pagamenti di base del Regno Unito; e, a coronamento di tutto ciò, la rivalutazione del marco tedesco.

Il generale allentarsi delle tensioni, determinato da questi avvenimenti, è stato accentuato da due importanti decisioni internazionali: l'attivazione dei DSP e l'accordo raggiunto tra il Sud Africa e il FMI, riguardante le vendite di oro da parte di quel paese. La prima assegnazione di DSP nel gennaio 1970 segna una nuova importante tappa nell'evoluzione del sistema monetario. Nei primi quattro mesi di funzionamento del sistema sono stati utilizzati circa \$400 milioni di DSP, soprattutto da parte di alcuni paesi in via di sviluppo e del Regno Unito. Grosso modo la metà di questi DSP è stata trasferita al FMI, per riacquisti di valuta o rimborso di spese, mentre la maggior parte del residuo importo è stata

accreditata agli Stati Uniti e ad altri paesi industriali. E' naturalmente troppo presto per poter giudicare gli effetti a più lungo termine che l'introduzione dei DSP produrrà sul sistema, e in particolare sui problemi che scaturiscono dalla coesistenza nelle riserve delle banche centrali di differenti tipi di attività aventi ciascuna proprie caratteristiche. Ad ogni modo, la decisione di attivare i DSP ha sortito certe immediate conseguenze sul comportamento dei mercati. Essa ha senza dubbio esercitato una certa influenza nel mitigare le tensioni del mercato dell'oro. E questo stato di cose si è consolidato, almeno per ora, con l'accordo sul collocamento dell'oro sudafricano.

Il mutamento, opportuno e atteso da lungo tempo, nella situazione monetaria internazionale non significa che le precedenti difficoltà siano state tutte appianate, neppure in quei paesi le cui sorti economiche e finanziarie sono migliorate nel modo più sensazionale. Le posizioni della sterlina e del franco francese sono tuttora protette da controlli valutari; e le riserve del Regno Unito sono ancora ben lungi dall'essere adeguate, tenuto conto del forte indebitamento verso l'estero che rimane da rimborsare. Si può comunque affermare che la solidità di recente acquisita da entrambe le valute riposa saldamente sulle fondamentali misure correttive che sono state adottate.

Prima che la sterlina ed il franco francese si riprendessero, la posizione del dollaro si è andata rafforzando attraverso la maggior parte del 1969. In questo caso però, fonte del consolidamento è stato il considerevole afflusso negli Stati Uniti di fondi a breve termine che hanno più che coperto il restante disavanzo della bilancia dei pagamenti. Per il 1970 si prevede un ulteriore saldo passivo unito ad un deflusso di fondi, che già hanno preso corpo nel primo trimestre dell'anno.

Il movimento di fondi verso gli Stati Uniti nel 1968 e nel 1969 ha posto sotto pressione le riserve di alcuni altri paesi ed ha dato luogo all'adozione abbastanza diffusa di misure difensive. All'inizio di quest'anno vi è stato quindi spazio per una assai considerevole ricostituzione di riserve in dollari da parte di altri paesi, così come per la rimozione delle restrizioni imposte lo scorso anno in parecchi paesi europei alle operazioni con l'estero delle banche commerciali. Inoltre, gli Stati Uniti vantano ora una cospicua posizione di riserva nel FMI, sulla quale possono trarre allo stesso modo che sulle loro disponibilità di DSP e sulle non trascurabili quantità di oro che essi hanno acquistato da altri paesi negli ultimi due anni. Il finanziamento del disavanzo della loro bilancia dei pagamenti non ha perciò presentato quest'anno, sino ad ora, alcuna difficoltà.

Rimane, comunque, il problema fondamentale di reintegrare uno stabile equilibrio della bilancia dei pagamenti SU. Un certo saldo passivo dei conti con l'estero può anche essere accettabile, seppure sia difficile dire in quale misura. Altrettanto difficile è però discernere in qual modo le autorità SU intendano agire per correggere la bilancia dei pagamenti. Un ulteriore inasprimento delle limitazioni all'uscita di capitali non sarebbe auspicabile, ed ancor meno lo sarebbe l'introduzione di controlli sul commercio con l'estero. Le pressioni della domanda si sono certamente attenuate, ora che la bilancia corrente dà chiari segni di miglioramento, ma è essenziale che le autorità SU riescano a porre sotto

controllo anche l'inflazione dei costi. E' comunque ben difficile concepire che il precipitare l'economia SU in una severa recessione possa servire gli interessi tanto degli Stati Uniti quanto del resto del mondo.

Il problema di ristabilire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti negli Stati Uniti è anche uno degli elementi di fondo nelle discussioni ufficiali circa un'eventuale maggiore flessibilità dei tassi di cambio. In parte, queste ultime vertono su proposte di carattere tecnico, volte ad apportare al sistema quei mutamenti che potrebbero essere d'utilità alle banche centrali per fronteggiare movimenti speculativi di fondi. Il più importante punto in discussione è comunque quello di stabilire se, ed in quale misura, il processo di aggiustamento internazionale verrebbe ad essere agevolato da più frequenti, ma più piccole, variazioni della parità, con preferenza per gli allineamenti verso l'alto.

Mentre tutti sono d'accordo sui pericolosi effetti prodotti dal fatto di volere restare ancorati a tassi di cambio non realistici, l'esperienza insegna come sia difficile, soprattutto sotto il profilo politico, variare la parità ufficiale di un paese, in aumento o in diminuzione, anche quando sia chiaramente palese l'esistenza di un considerevole squilibrio fondamentale. Altrettanto difficile potrebbe presentarsi il ricorso a più limitate variazioni di parità, dal momento che la loro necessità offrirebbe possibilità meno ampie di essere dimostrata.

In certi determinati casi in cui un paese stia subendo l'effetto combinato del pieno impiego e di un cospicuo saldo attivo nei conti con l'estero, la rivalutazione della moneta può rendersi necessaria. Ma più discutibile è l'argomento, talvolta avanzato, secondo il quale uno squilibrio della bilancia dei pagamenti SU dovrebbe essere soprattutto corretto attraverso sistematiche rivalutazioni da parte di altri paesi. Ci si può chiedere infatti se i paesi disposti a rivalutare sarebbero tali per numero o per potenzialità economica da consentire il raggiungimento del risultato desiderato. Per di più, mentre non è dato prevedere il futuro andamento a più lungo termine della bilancia internazionale dei pagamenti, vi è la possibilità che si manifestino serie tensioni ove i paesi associati degli Stati Uniti dovessero ripetutamente trovarsi di fronte al dilemma di accumulare dollari non necessari nelle loro riserve o di rivalutare.

Il fatto è che il sistema monetario internazionale sta attraversando un mutamento radicale e nessun osservatore obiettivo può pretendere di conoscerne l'esito. Dati i limiti posti dall'attuale situazione politica ed economica, regna incertezza soprattutto sul come consolidare la posizione del dollaro. E ciò implica conseguenze non solo per altri paesi individualmente, ma anche per il futuro del nuovo sistema dei DSP. Se gli aumenti degli averi ufficiali in dollari saranno considerevoli, i DSP non costituiranno la fonte principale di riserve addizionali e la transizione, auspicata da molti dei suoi sostenitori, ad un sistema di deliberata gestione dell'espansione dei mezzi di riserva, non potrà essere realizzata. Inoltre, un'espansione non equilibrata delle riserve corre il rischio di divenire eccessiva; e ciò certamente non faciliterà gli sforzi che i paesi compiono per mantenere l'equilibrio esterno, tanto più in un mondo di quasi generale deprezzamento monetario.

La svalutazione monetaria sempre più rapida è, di fatto, il problema più importante che molti paesi si trovano a dover fronteggiare in questo momento. In pari tempo, a causa del ritardo nell'affrontare alcuni aggiustamenti necessari, sussiste il pericolo che si determini in alcuni circoli un possibile esagerato pessimismo circa gli sviluppi futuri. Ciò che occorre è abbandonare politiche dis-equilibrate, come l'eccessivo affidamento su provvedimenti monetari, e adottare un metodo meglio assortito e più articolato con cui affrontare il problema dell'inflazione. Ciò servirebbe a rendere più completo ed ampio il progresso compiuto negli ultimi anni verso un più soddisfacente equilibrio internazionale.

GABRIEL FERRAS
Direttore Generale

BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE

AL 31 MARZO 1970

BILANCIO AL

ATTIVO

IN FRANCHI ORO (UNITA' DI GR. 0,290 322 59 ...)

		%
Oro	4.161.152.416	20,1
Cassa in contanti e in conto a vista presso banche ...	60.771.269	0,3
Buoni del Tesoro	7.076.193	0,0
Altri titoli mobilizzabili a vista	61.732.144	0,3
Depositi vincolati e prestiti		
In oro		
A 3 mesi al massimo	40.893.459	0,2
In valute		
A 3 mesi al massimo	8.049.864.044	38,9
Ad oltre 3 mesi	<u>1.926.064.220</u>	9,3
	10.016.821.723	
Titoli a termine		
In oro		
A 3 mesi al massimo	295.215.949	1,4
Ad oltre 3 mesi	125.390.945	0,6
In valute		
A 3 mesi al massimo	5.202.749.318	25,1
Ad oltre 3 mesi	<u>754.962.279</u>	3,7
	6.378.318.490	
Partite varie	13.143.831	0,1
Terreno, immobili ed arredi	<u>1</u>	0,0
	<u>20.699.016.057</u>	<u>100</u>
CONTI D'ORDINE		
a. Operazioni a termine su oro:		
Saldo netto: oro da ricevere (valute da consegnare)	2.109.760.712	
b. Fondi, effetti ed altri titoli amministrati o detenuti dalla Banca per conto terzi:		
Oro in custodia	1.067.601.934	
Saldi bancari	17.405.030	
Effetti ed altri titoli a custodia	543.433.588	

31 MARZO 1970

DI ORO FINO — ART. 4 DELLO STATUTO)

PASSIVO

			%
Capitale			
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna	1.500.000.000		
Emesso: 448.325 azioni	1.120.812.500		
Liberato per il 25%		280.203.125	1,3
Riserve			
Fondo di riserva legale	28.020.313		
Fondo di riserva generale	64.833.210		
Fondo di riserva speciale per dividendi	10.007.964		
Fondo di riserva libero	80.000.000		
		182.861.487	0,9
Depositi (in oro)			
Banche centrali			
A vista	2.122.563.928		10,2
A 3 mesi al massimo	2.840.684.260		13,7
Ad oltre 3 mesi	1.013.169.349		4,9
Altri depositanti			
A vista	197.291.448		1,0
		6.173.708.985	
Depositi (in valute)			
Banche centrali			
A vista	80.346.033		0,4
A 3 mesi al massimo	10.771.522.428		52,0
Ad oltre 3 mesi	1.171.676.708		5,7
Altri depositanti			
A vista	16.750.173		0,1
A 3 mesi al massimo	687.917.112		4,3
Ad oltre 3 mesi	123.357.396		0,6
		13.051.569.850	
Effetti			
A 3 mesi al massimo	276.679.818		1,3
Ad oltre 3 mesi	557.601.444		2,7
		834.281.262	
Partite varie		44.540.778	0,2
Accantonamento per costruzioni		48.671.000	0,3
Conto profitti e perdite		83.179.570	0,4
		<u>20.699.016.057</u>	<u>100</u>

RELAZIONE DEI REVISORI DEI CONTI AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE E ALL'ASSEMBLEA GENERALE DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, BASILEA

A nostro giudizio, il bilancio e il conto profitti e perdite rispecchiano in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1970, nonchè degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. Abbiamo ottenuto tutte le informazioni e tutte le spiegazioni da noi richieste. La Banca ha tenuto i suoi libri in maniera appropriata; il bilancio e il conto profitti e perdite concordano con i libri e con le informazioni e le spiegazioni che ci sono state fornite.

Zurigo, 4 maggio 1970

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1970

	Franchi oro
Interessi netti e altri redditi	113.513.818
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione	178.492
Direzione e personale	9.550.586
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>2.418.184</u>
	<u>12.145.262</u>
Avanzo netto delle operazioni	101.368.556
meno: Importi devoluti ai seguenti accantonamenti	
per spese straordinarie di amministrazione	2.188.986
per costruzioni	<u>16.000.000</u>
	<u>18.188.986</u>
UTILE NETTO per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1970	<u>83.179.570</u>

RIPARTIZIONE DELL'UTILE NETTO

(Articolo 51 dello Statuto)

	Franchi oro
Utile netto	83.179.570
Dividendo del 6% all'anno sul capitale versato	
37,50 franchi oro per azione su 400.000 azioni per dodici mesi	15.000.000
9,375 franchi oro per azione su 48.325 azioni per tre mesi ...	<u>453.047</u>
	<u>15.453.047</u>
Dividendo addizionale (massimo statutario) del 3% all'anno sul capitale versato	
18,75 franchi oro per azione su 400.000 azioni per dodici mesi	7.500.000
4,6875 franchi oro per azione su 48.325 azioni per tre mesi ...	<u>226.523</u>
	<u>7.726.523</u>
	<u>60.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva generale	<u>30.000.000</u>
	<u>30.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva speciale per dividendi (massimo statutario) ...	12.000.000
	<u>18.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero	<u>18.000.000</u>
	<u>—</u>
	<u>—</u>

**Movimenti nel Capitale versato, nei Fondi di riserva
e negli Accantonamenti
durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1970**

(Esclusi i fondi assegnati alle riserve, la cui entità sarà decisa all'Assemblea generale annuale)

In franchi oro

Capitale versato

Saldo al 1° aprile 1969					
200.000 azioni, di 2.500 franchi oro ciascuna, liberate per il 25%	...	...			125.000.000
più: ulteriori 200.000 azioni, di 2.500 franchi oro ciascuna, liberate per il 25% ed emesse il 29 dicembre 1969	...	...	...	...	125.000.000
ulteriori 48.325 azioni, di 2.500 franchi oro ciascuna, liberate per il 25% ed emesse il 2 gennaio 1970	...	...	...	...	<u>30.203.125</u>
Saldo al 31 marzo 1970, conforme al bilancio	...	...	...	...	<u><u>280.203.125</u></u>

Fondi di riserva

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo di riserva libero
Saldi al 1° aprile 1969	12.500.000	37.751.960	15.000.000
più: Trasferimenti dal Conto profitti e perdite 1968/69		15.000.000	15.000.000
Trasferimenti dall'Accantonamento per contingenze	12.500.000		50.000.000
Assegnazione del premio del 50% ricevuto il 2 gennaio 1970 sull'emissione delle 48.325 nuove azioni	<u>3.020.313</u>	<u>12.081.250</u>	
Saldi ai 31 marzo 1970, conformi al bilancio	<u><u>28.020.313</u></u>	<u><u>64.833.210</u></u>	<u><u>80.000.000</u></u>

Accantonamento per contingenze

Saldo al 1° aprile 1969					
Utilizzato in conformità delle Risoluzioni adottate all'Assemblea generale straordinaria, tenuta il 9 giugno 1969					
a) per il pagamento, nella misura del 25%, delle 200.000 azioni emesse il 29 dicembre 1969	...	...	...	...	125.000.000
b) per trasferimenti					
al Fondo di riserva legale	...	...	...	...	12.500.000
al Fondo di riserva libero	...	...	...	...	50.000.000
all'Accantonamento per costruzioni	...	...	...	...	<u>32.500.000</u>
					<u><u>220.000.000</u></u>

Accantonamento per costruzioni

Saldo al 1° aprile 1969					
più: Trasferimento dall'Accantonamento per contingenze	...	...	...	...	32.500.000
Trasferimento dal Conto profitti e perdite 1969/70	...	...	...	...	<u>16.000.000</u>
					50.000.000
meno: Ammortamento di spese sostenute durante l'esercizio finanziario				...	<u>1.329.000</u>
Saldo al 31 marzo 1970, conforme al bilancio	...	...	...	...	<u><u>48.671.000</u></u>

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Dott. J. Zijlstra, Amsterdam { Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca
Maurice Frère, Brusselle Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Barone Ansiaux, Brusselle
M. J. Babington Smith, Londra
Dott. Rudolf Brinckmann, Amburgo
Dott. Guido Carli, Roma
Henri Deroy, Parigi
Dott. Karl Klasen, Francoforte s/M.
Dott. Donato Menichella, Roma
The Rt. Hon. Sir Leslie O'Brien, Londra
Dott. Edwin Stopper, Zurigo
Olivier Wormser, Parigi
Per Åsbrink, Stoccolma

Sostituti

Dott. Paolo Baffi, oppure } Roma
Prof. Francesco Masera }
Bernard Clappier, oppure } Parigi
Marcel Théron }
Dott. Otmar Emminger, oppure } Francoforte s/M.
Johannes Tüngeler }
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

D. H. Stapleton	Condirettore
Prof. Dott. F. E. Klein	Condirettore
A. N. Barltrop	Vice Direttore